

УДК 336.76

Марченко А. Ю.,*аспірант кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка*

КЛАСИФІКАЦІЯ РИЗИКІВ ІПОТЕЧНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті розглядаються різні види іпотечних цінних паперів та наводяться класифікаційні ознаки ризиків іпотечних цінних паперів.

Ключові слова: *іпотечні цінні папери, ризики іпотечних цінних паперів.*

The author of the article researches the different types of mortgage securities and defines the signs of classifications of risks of mortgage securities

Key words: *mortgage securities, risks of mortgage securities.*

Постановка проблеми. Пильний інтерес до іпотечних цінних паперів в усьому світі спричинив іпотечну кризу, що вибухнула в США. Криза була зумовлена величезними обсягами неплатежів за низькоякісними кредитами, що спричинило паніку інвесторів. За п'ять місяців 2007 року негативними рейтинговими оцінками були зачеплені іпотечні цінні папери на загальну суму 11,3 млрд. дол. [1, с. 45-58].

Іпотечна криза в США підняла масу питань щодо наслідків її впливу на інші ринки, зокрема, на український ринок. У цей час наслідками американської іпотечної кризи є криза ліквідності низки українських іпотечних кредиторів і жорсткість стандартів андеррайтингу позичальників. У цілому криза іпотечного ринку в США показала, що іпотечні цінні папери є складними фінансовими інструментами і вимагають додаткових наукових досліджень.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Низка вітчизняних та зарубіжних вчених внесли вагомий вклад в теорію ризикології. Серед них слід назвати М. Астраханцева, В. А. Бакланова, Л. Ш. Лозовського, Б. А. Райсберга, Є. Б. Стародубцева та інших. Проте особливості ризиків іпотечних цінних паперів досліджені ще недостатньо, що й зумовлює тему і мету дослідження.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є визначення особливостей різних видів іпотечних цінних паперів та уточнення класифікації їх ризиків.

Виклад основного матеріалу. Останнім часом в Україні іпотечний ринок розвивався дуже швидкими темпами. Збільшення обсягів іпотечного кредитування зумовлює потребу комерційних банків в залученні довгострокових фінансових ресурсів. Ситуація ускладнюється тим, що швидкий ріст іпотечних активів банківського сектора супроводжується зниженням рівня його капіталізації за всіма показниками. Тому цілком зрозуміла потреба учасників іпотечного ринку у фінансових інструментах, що підвищують оборотність іпотечних кредитів і дозволяють залучати довгострокове фінансування. Такими інструментами є іпотечні цінні папери.

На українському ринку присутній певний перелік іпотечних цінних паперів. До іпотечних фінансових інструментів належать іпотечні кредитні угоди та іпотечні цінні папери. На первинному іпотечному ринку здійснюються кредитні операції відповідно до укладених кредитних угод, а також застосовується видача заставних; на вторинному ринку укладаються угоди купівлі-продажу пулів іпотечних кредитів, здійснюється випуск і обіг іпотечних цінних паперів.

Іпотечні цінні папери мають всі властивості фінансових інструментів, отже, у результаті їх емісії в одного банку виникає фінансовий актив, а в іншого – фінансове зобов'язання. Тому до іпотечних цінних паперів можуть застосовуватися загальні підходи, принципи та методи, які справедливі для всіх фінансових інструментів. Разом з тим, іпотечні цінні папери мають низку характерних особливостей, що дозволяють виділити їх в окрему групу фінансових інструментів.

У наявних науково-практичних дослідженнях даються різні визначення іпотечних цінних паперів, залежно від цілей і застосовуваного підходу до їх вивчення. На наш погляд, іпотечні цінні папери об'єднують широке коло інструментів, що включає цінні папери, випущені як внаслідок позабалансової, так і балансової сек'юритизації. Крім того, у коло іпотечних цінних паперів входять заставні як первинного, так і вторинного ринку. Відповідно до українського законодавства заставна визнається іпотечним цінним папером, хоча у світовій практиці таких аналогів немає.

Іпотечні цінні папери вторинного іпотечного ринку широко поширені у світовій практиці і включають різноманітні фінансові інструменти. Аналіз позицій закордонних авто-

рів (Л. Хайра, М. Дениса, Д. Пинковиша, Г. Суворова, Т. Саніковий, і інших) показав, що багато хто з них розглядають іпотечні цінні папери односторонньо, зокрема з погляду позабалансової сек'юритизації. На наш погляд, іпотечні цінні папери об'єднують більш широкий перелік фінансових інструментів, як уже представлених на українському ринку, так і тих, які можуть з'явитися в перспективі.

Разом з тим, необхідно зазначити, що в зарубіжній літературі найчастіше всього іпотечні цінні папери розглядаються в межах моделі іпотечного ринку, яка склалася в окремії країні чи регіоні (наприклад, в США). Іпотечні облігації, які випускаються в європейських країнах, зазвичай розглядаються окремо від іпотечних цінних паперів американського іпотечного ринку та навпаки.

У результаті дослідження різноманітних наукових праць та з урахуванням міжнародного досвіду використання іпотечних цінних паперів, можна дійти висновку, що найбільш розповсюдженими цінними паперами є іпотечні облігації. Своєю чергою, вони поділяються на:

- іпотечні облігації, які забезпечені іпотечними кредитами та включають механізми захисту інвестора від банкрутства або дефолту емітента;

- "наскрізні" іпотечні цінні папери, що засвідчують частку у володінні пулом іпотечних кредитів, і які забезпечують регулярне перерахування інвесторам всіх платежів по іпотечних кредитах пула, отриманих емітентом або обслуговуючим агентом за винятком комісій за обслуговування, надання гарантій і страхування;

- "структуровані" іпотечні облігації, які забезпечені пулом іпотечних кредитів і складаються з декількох субординованих випусків (траншів), спроектованих відповідно до вимог різних інвесторів за критерієм співвідношення ризику і прибутковості;

- "розділені" іпотечні облігації, які утворені шляхом повного або часткового поділу процентних платежів і платежів у рахунок погашення основного боргу, отриманих від пулу, що забезпечує іпотечні кредити для створення двох і більше нових фінансових інструментів [2, с. 36-37].

Внаслідок узагальнення міжнародного досвіду та наукового формулювання, у таблиці 1 представлена класифікація іпотечних цінних паперів.

Таблиця 1.
Класифікація іпотечних цінних паперів [3, с. 132]

№	Класифікаційна ознака	Види цінних паперів
1	За місцем у структурі іпотечного ринку	– іпотечні цінні папери первинного іпотечного ринку (заставні); – іпотечні цінні папери вторинного іпотечного ринку.
2	За способом формування та розподілу грошових потоків	– заставні; – іпотечні облігації; – "наскрізні" іпотечні цінні папери; – "структуровані" іпотечні облігації; – "розділені" іпотечні цінні папери.
3	За типом забезпечення	– житлові іпотечні цінні папери; – комерційні іпотечні цінні папери.
4	За видом емітента	– агентські; – орігінаторів (спеціалізованих і універсальних банків); – інвестиційних фондів і керуючих компаній; – спеціальних юридичних осіб (SPV); – позичальників і заставодавців (заставні).
5	За формою залучення капіталу	– пайові (іпотечні сертифікати участі й ін.); – боргові (заставні, іпотечні облігації й ін.).
6	За формою організації випуску	– емісійні; – неемісійні.
7	За формою існування	– документарні; – без документарні (електронні).
8	За національною приналежністю	– вітчизняні; – іноземні.
9	За строками	– короткострокові; – середньострокові; – довгострокові; – безстрокові.

У межах підходів, що склалися в окремих країнах (наприклад, у США, Німеччині), існують інші класифікації іпотечних цінних паперів, що відображають особливості країн. Цінність наведеної класифікації полягає в тому, що вона заснована на комплексному аналізі вітчизняного іпотечного законодавства та практики, а також досвіду зарубіжних країн.

Структура випуску й обігу іпотечних цінних паперів істотно відрізняється від традиційних цінних паперів більшими обсягами і тривалими строками. Для потенційних інвесторів це означає виникнення труднощів, пов'язаних з оцінкою ризиків, що виникають на ринку іпотечних цінних паперів. Найважливішу роль для подолання відіграють механізми та способи управління, які дозволяють здійснити правильну оцінку ризиків, їх мінімізацію.

Незважаючи на широке застосування цього терміна, виявилося, що у вітчизняній науці не існує цілісної теорії управління ризиками, на ринку іпотечних цінних паперів та іпотечного кредитування.

У низці випадків розглядаються тільки окремі ризики, що виникають на ринку іпотеки, такі як кредитні ризики позичальника та кредитної організації, ризик дострокового погашення. Під управлінням ризиками в системі іпотечного кредитування розуміють лише аналіз кожної окремої позики та кредитного портфеля банку [4, с. 48].

Таким чином, вживаючи термін “управління ризиками на ринку іпотечних цінних паперів”, науковці недостатньо розкривають типологію ризиків та способи управління ними.

У вітчизняній науці поки що не існує цілісної теорії управління ризиком. Проте можна виділити загальний підхід, що виражається у виявленні можливих наслідків ризикової ситуації, у застосуванні заходів, що запобігають або зменшують збиток, системи адаптації до ризиків, що не тільки нейтралізує негативні наслідки, але й допомагає реалізувати можливості для одержання максимального доходу.

Основними способами управління ризиками є такі: одержання більшої інформації, розподіл ризику між учасниками, диверсифікація видів діяльності, передача ризику, резервування коштів, страхування ризику, лімітування, ухилення від ризику та інші [5, с. 159].

Особлива природа іпотечних цінних паперів дозволяє виявити типологію ризиків на ринку іпотечних цінних паперів і способи управління ними в системі іпотечного кредитування. Характерними принципами іпотечних цінних паперів, що зумовлюють їхню природу, є забезпеченість, довгостроковість, цільове використання коштів, доступність і інформаційна прозорість. Також іпотечні цінні папери є продуктом сек'юритизації.

Сек'юритизація (від англ. “securities” – “цінні папери”) – фінансовий термін, що означає одну з форм залучення фінансування шляхом випуску цінних паперів, забезпечених активами,

що генерують стабільні грошові потоки (наприклад, портфель іпотечних кредитів, автокредитів, лізингові активи, комерційна нерухомість, що генерує стабільний рентний дохід і т. ін.).

Останнім часом під терміном “сек’юритизація” у вузькому значенні стали розуміти інноваційну форму фінансування. Поняття “Asset Securitisation” (сек’юритизація активів) позначає нову техніку залучення коштів, що одержала широке визнання спочатку в США, а потім і в Європі. Мова йде про механізм, при якому фінансові активи списуються з балансу підприємства, відділяються від іншого майна та передаються спеціально створеному фінансовому посередникові (Special Purpose Vehicle – SPV), а потім рефінансуються на ринку капіталів.

Економічний ефект сек’юритизації досягається за рахунок мінімізації різних ризиків, зв’язаних в основному з активами і їхнім власником. “Двигуном” процесу, як правило, є взаємодія двох чинників: диверсифікації, з одного боку, і ефекту масштабу, з іншого. Наприклад, дефолт за іпотечним кредитом, зазвичай, веде до максимальних збитків кредитора, чий ризик повністю перетворюється у втрати, якщо кредитор не застрахований. Однак, якщо кредиторів належить частка в пулі кредитів, дефолт не суттєво вплине на фінансовий стан.

Як ми вже сказали, ризики – це оцінне поняття, що дозволяє кредиторів вигравати від збільшення кредитного рейтингу пулу активів. Таким чином, цей економічний вигравш теж носить рахунковий, а не оцінний характер, і є антиподом втрат. Обидва фактори приводять до підвищення ліквідності та росту кредитного рейтингу.

Загалом, сек’юритизацію можна сприймати, як інтегровану єдність трьох основних складових:

- активів;
- учасників;
- цінних паперів, забезпечених активами [6, с. 179-189].

Для цих складових характерні різні чинники ризику, що дозволяє нам запропонувати відповідну класифікацію, інакше кажучи, розділити ризики на три основні категорії: ризики, пов’язані із цінними паперами; ризики сек’юритизованих активів; структурні ризики – всі ризики, пов’язані із процесом і структурою угоди ABS.

Розглянемо ризики безпосередньо пов’язані з іпотечними цінними паперами, для цього проведемо класифікацію ризиків на ринку іпотечних цінних паперів, яка представлена в таблиці 2 [7, с. 34-46].

Таблиця 2

Класифікація ризиків іпотечних цінних паперів

№	Класифікаційна ознака	Види
1	За природою виникнення	– суб’єктивні (зумовлені особою емітента); – об’єктивні ризики.
2	За етапом вирішення проблеми	– ризики на етапі ухвалення рішення про випуск іпотечних цінних паперів; – ризики на етапі реалізації рішення про випуск іпотечних цінних паперів.
3	За сферою виникнення	– зовнішні (зміни в економічній політиці держави); – внутрішні (ризики, пов’язані зі спеціалізацією емітента іпотечних цінних паперів).
4	За можливістю страхування	– страхові; – нестрахові ризики.
5	За ступенем допустимості	– мінімальні; – підвищені; – критичні; – неприпустимі.
6	За можливим результатом	– чисті (можливість одержання негативного або нульового результату); – спекулятивні (можливість одержання позитивного й негативного результату).
7	За особливостями діяльності суб’єктів іпотечного ринку	– ризик упущеної вигоди; – дострокового погашення; – зниження прибутковості; – прямих фінансових втрат; – ліквідності.
8	За суб’єктами іпотечного ринку	– ризики кредитора; – ризики позичальника; – ризики емітента; – ризики інвестора;

Висновки. Ми продемонстрували тільки основні ризики сек’юритизації. Вищезазначені ризики поділяються на підвищені. Крім зазначених, сек’юритизації торкаються і загальні ризики ринку, які також необхідно враховувати.

При застосуванні заходів хеджування ризиків, у тому числі і в угодах зі сек’юритизації, необхідно враховувати загальні правила ризик-менеджменту, у тому числі виконувати базо-

ву умову ефективного управління: оцінка ризику повинна бути максимально точною. Не можна допускати переоцінку або недооцінку тих або інших чинників, що спричинили виникнення ризику.

Література

1. Бакланова В. АБСтрактная правда – статистика понижения рейтингов ипотечных ценных бумаг ведущими рейтинговыми агентствами в июле 2007 // Ипотечное кредитование и секьюритизация. Аналитический обзор. – 2007. – № 7.
2. Астраханцева М. Особенности ипотечных ценных бумаг // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России: Сборник научных трудов. Вып. 7 / Под ред. Селищева А. С., Давиденко Л. П., Леонтьевой И. П. – СПб: Изд-во Инфо-да, 2006. – С. 36-37;
3. Астраханцева М. Ипотечные ценные бумаги как финансовые инструменты фондового рынка : Дис. канд. экон. наук: 08.00.10: Санкт-Петербург, 2007. – 170 с.
4. Довдиенко И. В. Ипотека. Управление. Организация. Оценка: Учеб. Пособие для студентов ВУЗов / И. В. Довдиенко, В. З. Черняк. – М: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 464 с.
5. Райсберг Б. А. Современный экономический словарь. – 4-е изд., перераб. и доп. / Б. А. Райсберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 480 с.
6. Кабанов А.В. Модель управления рисками в системе организации ипотечного жилищного кредитования на основе рефинансирования (секьюритизации). Корпоративное управление в России: Сб. науч. тр., вып. 3, ч. 2. Самара: МАКУ, ПДЗ, 2006. – С. 65-69;
7. Струговщиков В.В. Банковские риски: система регулирования взаимоотношений участников рынка. – СПб., 2000.