

## **ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ ІПОТЕЧНИХ АКТИВІВ**

Сек'юритизація іпотечних активів є відносно новим інструментом на пострадянському просторі, який є майже недослідженим у вітчизняній літературі та практично незастосовуваним місцевими банківськими та фінансовими установами, проте разом з тим він є одним з інструментів, які отримують дедалі більше поширення на світовому фінансовому ринку, завдяки своїй структурованості, довгостроковості залучення ресурсів та відносно низькому ризику використання цього інструменту.

Метою даної статті є дослідження економічної та правової природи сек'юритизації, та вивчення можливостей, проблем та перспектив її застосування в Україні.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** сек'юритизація, цінні папери, забезпечені іпотекою (mortgage — backed securities — MBS), кредитні деривативи (credit derivatives), оригінатор (банк, який надає кредит), організація з оперативного управління активами (Special Purpose Vehicle — SPV).

Поняття сек'юритизації. Збільшення попиту на кредитні ресурси з боку реального сектора економіки стимулює банківську систему до пошуку довгострокових фінансових ресурсів і нових інструментів рефінансування виданих кредитів. Значні обсяги готівки на руках у населення за умов низької капіталізації й недостатньої стійкості кредитного сектора підштовхують фінансових посередників до пошуку нових інвестиційних інструментів. У країнах з розвинутою економікою для розв'язання подібних завдань достатньо широко використовуються інструменти ринку цінних паперів, зокрема, сек'юритизація. У вітчизняній літературі питання сек'юритизації іпотечних активів залишається майже недослідженим, рівно як і використання механізму сек'юритизації іпотечних активів залишається «умовно використовуваним» через відсутність відповідного правового поля та власне ефективного другого рівня іпотечних відносин як такого.

Існує багато визначень поняття сек'юритизації. Відповідно до визначення, запропонованого McKinsey «сек'юритизація являє собою використання структур, які дозволяють відокремити кредитні ризики активів, що забезпечують боргові зобов'язання, від кредитних ризиків оригінатора» [1].

Згідно визначення Standard&Poor's «Дійсна сек'юритизація дозволяє ізолювати певні активи від банкрутства продавця, що надає можливість покупцям цінних паперів, забезпечених такими активами, покладатися виключно на якість цих активів» [6].

У найбільш загальному вигляді сек'юритизація являє собою конверсію активів, які за своєю сутністю не є ані ліквідними, ані однорідними, в інвестиційний інструмент, що може бути вільно проданий та оцінений, має ознаки ризику та структури погашення, за якими інвестор може легко його класифікувати.

Сек'юритизація іпотечних активів має відносно недовгу історію свого існування, яка взяла початок від звичайної іпотечної позики та традиційного іпотечного кредитора. На початку 70-х років попереднього століття федеральні законотворці та регулятори США шукали механізми стимулювання розвитку фінансування житла та дійшли висновку про те, що забезпечення більш ефективних засобів доступу до ринку капіталів місцевими оригінаторами іпотечних кредитів надасть цим інституціям можливість залучення значно більшої кількості готівкових активів для подальшого кредитування. Сутність механізму, який був використаний для досягнення поставленої мети, полягав у створенні або реструктуризації федеральних агентств, які викупували неліквідні кредитні портфелі місцевих позичальників в обмін на потрібні ним готівкові кошти. Урядова Національна іпотечна асоціація («Ginnie Mae»), Федеральна корпорація з житлового кредитування («Freddie Mac») та Федеральна Національна іпотечна асоціація («Fannie Mae») формували з придбаних кредитів пули та продавали участь у цих пулах через публічні торги. Таким чином, з'явилися перші цінні папери, забезпечені іпотекою. На сьогоднішній день ринок цінних паперів, забезпечених іпотекою, збільшився до розмірів, які вимірюються сотнями мільярдів доларів США.

Економічна основа сек'юритизації.

1. Рух коштів. Більшість цінних паперів, забезпечених іпотекою, та більшість пропозицій цінних паперів, забезпечених активами в принципі, базуються на одній основоположній концепції — обсязі руху коштів, який може бути генерований заставленими активами. Рух коштів, генерований іпотечними активами, залежить від відсоткової ставки, графіку погашення основної суми, умов дострокового погашення та від якості кредиту (тобто ймовірності його погашення). Власне те, яким чином кошти можуть бути отримані, структуровані або захищені, й відрізняє між собою різні цінні папери, забезпечені іпотекою.

Природа руху коштів значним чином змінюється залежно від того, чи в його основу покладено одиничний кредит, чи пул іпотечних кредитів, при чому, останній є значно більш передбачуваним.

Типові цінні папери, забезпечені іпотекою, як правило мають у своїй основі кредити, придбані за номінальною вартістю. Кредити, які передбачають виплату премій, можуть мати складності в обслуговуванні, пов'язані з наступними факторами:

1. Житлові іпотечні кредити можуть бути достроково погашеними в будь-який час за номінальною вартістю, що спричинить втрату премії інвестором.

2. Комерційні кредити підпадають під ситуативний ризик, що може бути спричинений не передбачуваними подіями, що також можуть призвести до втрати премії, такі як, наприклад, накладення арешту на майно або вимоги щодо відчуження майна, дефолт тощо.

3. Кредити, як правило, надаються з високим коефіцієнтом відношення кредиту до вартості забезпечення. Якщо ринкова вартість цього майна зменшується, вартість наданого кредиту також може зменшитися, відповідно зменшуючи премію до рівня, нижче передбаченого.

Різниця між комерційними та житловими кредитами у частині погашення є також важливим фактором. В той час як житлові кредити, як правило, погашаються рівними частинами впродовж всього терміну дії кредитної угоди до повного повернення, ризик неповернення коштів по великих комерційних кредитах, що мають бути повернені однією або кількома крупними частинами, часто є причиною стурбованості інвесторів та рейтингових агентств.

Ще одним важливими фактором в процесі сек'юритизації є ризик дострокового повернення кредитних коштів. Більшість кредитних установ на сьогоднішній день передбачають певні інструменти захисту від цього ризику, як, наприклад, зобов'язання у разі дострокового повернення основного тіла кредиту здійснити у повному обсязі (або частково) сплату відсотків, які мали б бути сплачені кредиту, якби позичальник користувався кредитом до кінця передбаченого кредитною угодою терміну.

Найбільшою ж невідомою у процесі сек'юритизації залишається *якість кредиту*. Складності у забезпеченні якості підписки, пов'язані з умовами об'єднання цінних паперів в пули та диверсифікацією. Критерії стосовно розміщення, випуску на ринок, правової структури та механізмів управління, дуже відрізняються

залежно від конкретної позики та часто містять забагато змінних для пересічного інвестора.

2. Технології зміни форми (реструктурування). Існують кілька технологій, які дозволяють зменшувати ризики та негативні очікування інвесторів, пов'язані з інвестуванням в цінні папери, забезпечені іпотечними активами.

А. Один з інструментів передбачає надання продавцем або надавачем послуг авансу в рахунок здійснення майбутніх платежів, на визначений період або до тих пір, поки триває певна подія, що може призвести до невиконання зобов'язань.

Б. Іншим шляхом забезпечення ліквідності є створення резервів, які можуть бути конфісковані (привласнені) у випадку, якщо платежі не надходять згідно встановленого графіку.

В. Сегментування іпотек або руху коштів від однієї іпотеки, а також встановлення пріоритетів для отримання грошових коштів у межах цінних паперів, забезпечених іпотекою, також може сприяти більшій впевненості з боку інвесторів.

Г. Технологією, яка набула значного поширення, є створення та правове закріплення в межах певного інструменту пріоритету щодо отримання готівкових коштів, за наявності якого один клас інвесторів є захищеним за рахунок підпорядкування йому інтересів інших інвесторів.

Д. Для визначення руху коштів застосовуються різноманітні інструменти кооперативного фінансування. Наприклад, для цілей задоволення потреб інвестора, сторони можуть використовувати свої відсоткових ставок щодо позик з різними характеристиками стосовно виплат, або з різними контрактними умовами (наприклад найвищими або найнижчими показниками, які лімітують зростання та падіння процентного прибутку).

3. Збільшення кредитування — Реструктурування іпотечних зобов'язань може підвищити впевненість інвестора стосовно отримання майбутнього фіксованого прибутку, на який він очікує, проте використовувані інструменти можуть бути настільки ефективними, наскільки ефективними є іпотечні зобов'язання, що лежать в їх основі. На практиці для забезпечення підтримки відповідного рівня інвестиційного рейтингу в будь-який час може виникнути необхідність надання додаткового забезпечення кредиту. Типовими формами такого забезпечення для іпотечних цінних паперів є наступні:

А. Надмірне забезпечення (Overcollateralization) — У своїй найбільш поширеній формі продавець гарантії здійснює заставу більшої кількості іпотечних активів, ніж це є необхідним для під-

тримки необхідного руху коштів, з тим, щоб створити певний резерв, що може бути використаний при неповерненні коштів за індивідуальними іпотечними зобов'язаннями. Разом з тим, можуть також використовуватися інші форми надмірного забезпечення. Перехресне забезпечення (Cross collateralization), що передбачає заставу кожного об'єкта нерухомості в іпотеці, по всіх кредитах, отриманих одним позичальником, може слугувати додатковою підтримкою для індивідуальної позики.

Б. Регрес на продавця (Recourse to the Seller) — Повне або часткове звернення (регрес) на продавця у випадку неплатоспроможності позичальника є найбільш простою та безпосередньою формою збільшення кредитування. Разом з тим, існує низка зобов'язань продавця, які є притаманними саме цінним паперам, забезпеченим іпотекою, та які створюють відповідну форму регресу.

1. Завірення та заяви — Ці інструменти застосовуються майже в усіх угодах з цінними паперами, забезпеченими іпотекою. Вони, як правило, пов'язані не з якістю кредиту, а цілісністю основної угоди, тобто кожний кредит має титульний поліс, іпотеку, яка відповідним чином зареєстрована та наявний страховий поліс, який у повній мірі покриває відповідні ризики. Якщо виникає невиконання зобов'язань по завірненням, продавець як правило повинен викупити кредит або замінити його на інший.

2. Зобов'язання стосовно авансування певних грошових коштів — надавач послуг, як правило, повинен авансувати суму основного боргу та відсотків за іпотеку, яка знаходиться в дефолті, до певної дати, що настає за настанням дефолту або коли стає очевидним те, що кредит буде ліквідовано. У більшості випадків ці авансові платежі компенсуються безпосередньо з майна.

В. Звернення третій стороні — Звернення може бути придбано для цінних паперів, забезпечених іпотекою. Найбільш широко поширеною формою підтримки з боку третьої сторони для пулів кредитів резидентів є страхування іпотеки, яке може поширюватися або на індивідуальну позику або бути «пуловим полісом», що поширюватиметься на всі іпотеки, покладені в основу цінних паперів.

Г. Цілі — Сек'юритизація іпотек є прерогативою крупних фінансових інституцій. Вимоги до капіталу для цілей здійснення цього виду діяльності та необхідна кредитна підтримка для певних компонентів структурованої угоди виключає можливість участі у цьому процесі більш дрібних кредиторів. Переваги від створення такого виду фінансових інструментів для установ полягають в наступному:

1. Функція іпотечного банкінгу — Найбільшим компонентом ринку цінних паперів, забезпечених іпотекою, є продаж або інше розміщення іпотек установами, які працюють у сфері придбання, об'єднання в пули, продажу та обслуговування кредитів.

2. Ринкові можливості — Час від часу розбалансування на ринку капіталів надає можливість отримати прибуток, виражений у формі позитивного спреду між чистим прибутком, отриманим від розміщення кредитів, та прибутком від реінвестування надходжень. Це називається «вікнами ринкових можливостей», та такі угоди як правило, укладаються інвестиційними банкірами та передбачають поширення певної структури на іпотеку або іпотечний пул для того, щоб зробити його привабливим для інвесторів та ефективним за своєю вартістю.

3. Портфельні цілі — Всі фінансові установи мають у своєму складі керуючих інвестиційними портфелями, до повноважень яких належить забезпечення відповідності утримуваних інвестицій потребам організації. Моделювання цих портфельів для забезпечення відповідності бізнес-цілям, що постійно змінюються, є продуктивним джерелом пропозицій цінних паперів, забезпечених іпотекою. Зазвичай ці цілі включають наступні:

а. Досягти кращого співвідношення між активами та пасивами, тобто віддати довгострокові кредити та замінити їх кредитами з меншим терміном погашення з метою забезпечення відповідності портфелю, який обслуговує діяльність з короткотерміновими зобов'язаннями, поставленим цілям.

б. Підвищити ліквідність портфелю, який значною мірою залежить від довгострокових активів.

с. Зменшити ризики, притаманні портфелю шляхом диверсифікації в межах регіонів країни, розміщення кредитів, які мають вище середніх шанси бути погашеними раніше запланованого строку, або шляхом зменшення загальної залежності від дуже великого кредиту, наданого одному позичальнику.

4. Фіскальні цілі — Розміщення кредитів керується податковими або обліковими цілями. Компанії зі страхування життя управляють своїми надлишками (які, до речі, оподатковуються) через механізм прибутків та збитків. Більшість угод з цінними паперами, забезпеченими іпотекою, є орієнтованими на виявлення податкових або бухгалтерських збитків або певний режим з точки зору обліку. Структура угоди та, відповідно, випущених цінних паперів часто орієнтована на досягнення результату, визначеного податковим радником організації.

Правова основа сек'юритизації.

Однією з основних проблем у ході створення в Україні ефективно працюючих схем сек'юритизації залишається нерозвиненість українського фінансового законодавства. Економічні механізми сек'юритизації, а також керування ризиками з використанням різноманітних кредитних схем одержують різне правове оформлення в юрисдикціях загального й континентального права. На американському ринку капіталів поширення одержали цінні папери, що випускають під пули виданих іпотечних кредитів; цінні папери, забезпечені іпотекою (MBS), сертифікати участі, папери типу «pass-through». Більшість механізмів такого рефінансування базуються на правовому інституті довірчої власності й передачі первинних активів у траст. У той же час активне зростання спостерігається на ринку боргових цінних паперів — кредитних нот (credit-linked notes), що мають багато загального зі звичайними облігаційними позиками, які дозволяють більш гнучко підходити до питань розподілу кредитного ризику. Із середини 1990-х років ринок забезпечених облігацій показав найбільші темпи розвитку в світі. На кінець 2004 року загальний обсяг цього сегменту перевищив 90 мільярдів доларів США.

При комплексному підході до завдання сек'юритизації в рамках українського права першочергового розв'язання вимагають наступні питання:

- розширення переліку банківських операцій і легітимізація діяльності банків по випуску цінних паперів, що засвідчують права у відношенні активів, які сек'юритизуються;

- можливість передачі прав вимоги по кредитних договорах широкому колу сторонніх інвесторів (власників цінних паперів) при збереженні за кредитною організацією обов'язків по обслуговуванню кредиту (керуванню кредитом);

- класифікація й законодавча дефініція видів цінних паперів, які моделюються;

- розгляд проблем, пов'язаних з банкрутством емітента таких цінних паперів,

- оптимізація оподаткування операцій і транзакцій, проведених у процесі сек'юритизації.

Завдання сек'юритизації іпотечних активів, у тому числі для компаній нефінансового сектора, заслуговує на інтерес й може бути поставлено в довгостроковій перспективі. Подібний «широкий» підхід, напевне, перебачатиме внесення значних змін до національного законодавства.

Пропоновані правові схеми сек'юритизації активів умовно можна розділити на кілька груп (за ознакою договору, що лежить у їхній основі):

1 — довірча, 2 — позикова, 3 — атипична, 4 — простого товариства.

Довірча схема є природною адаптацією правових конструкцій загального права для «традиційної» сек'юритизації, що спираються в цьому випадку на інститут трасту й організацію з оперативного управління активами.

Позикова схема, в цілому, є близькою до сучасних підходів, використовуваних при синтетичній сек'юритизації.

В рамках атипичної схеми в законодавство можуть бути введені й більш детально відрегульовані нові види договірних відносин, дотепер не відомих українському цивільному праву.

Довірча схема.

Довірча схема будується на основі договору довірчого керування сек'юритизованими (первинними) активами, переданими в загальну власність інвесторів (власників цінних паперів). На першому етапі кредитні вимоги поєднуються в пул (кредитне покриття, загальний фонд банківського керування). На другому етапі банк — власник кредитного пула, організує випуск (видачу) цінних паперів, передаючи їхнім власникам усі права на майно (права вимоги по кредитах), включене в покриття. При цьому, сам банк стає довірчим керуючим кредитним покриттям, тобто фактично продовжує здійснювати керування кредитами, включеними в пул.

Безсумнівною перевагою довірчої схеми є повне виключення ризиків, пов'язаних з банкрутством емітента (особи, що видає сертифікати участі), оскільки передача майна в довірче керування не тягне переходу права власності на нього до довірчого керуючого. У такий спосіб, у випадку неспроможності особи, що видає сертифікати, відсутні підстави для включення майнових прав, що становлять кредитне покриття, у конкурсну масу, оскільки правокористувачами в цьому випадку є власники цінних паперів.

Модифікації довірчої схеми пов'язані з розходженнями в процедурі видачі сертифікатів участі, а також можливістю їхнього віднесення до емісійних цінних паперів.

Позикова схема

Відправним пунктом позикової схеми є конструювання похідного цінного папера (для цілей цієї статті такий цінний папір називається зв'язаною облігацією), подібного за своїми основними



рисами до звичайної облігації, що засвідчує права її утримвача на одержання номінальної вартості й відсотків. Головною особливістю сек'юритизованого цінного папера (зв'язаної облігації) у цьому випадку є умовний характер виплат по ній. Емітент зв'язаних облігацій пов'язує виконання своїх зобов'язань із виконанням зобов'язань перед ним боржниками по кредитних договорах, що існує на момент випуску цінних паперів.

Із правової точки зору пропонована ідея може бути реалізована шляхом розширення поняття договору позики. Однак економічна ефективність подібних конструкцій буде досягнута тільки із прийняттям виправлень у законодавство про банкрутство, які встановлять особливий порядок задоволення вимог утримувачів таких цінних паперів у випадку банкрутства емітента й пріоритет прав утримувачів відносно грошових вимог по кредитних договорах (кредитором по яких є емітент), пов'язаних з випуском зв'язаних облігацій.

#### Атиповна схема

Правова природа кредитних деривативів, як угод особливого виду, не може бути повною мірою відбита в договорах, види яких описані в діючому законодавстві. Більша частина угод з деривативами є атиповною, тобто спирається на принцип волі договору й сформовану господарську практику. У той же час потенційні обсяги деривативного ринку вимагають більше певної законодавчої бази. Надалі це дозволило б уникнути нерозуміння й помилкової кваліфікації таких договорів судовими органами, встановити порядок оподаткування операцій із кредитними деривативами, ввести нові види цінних паперів та ін.

Визначення договорів спеціального виду в цей час уже міститься в фінансовому законодавстві, законодавстві про ринок цінних паперів, ряді галузевих законодавчих законів. Керуючись аналогічною логікою, ефективним може виявитися доповнення банківського законодавства положеннями про договори спеціального виду, у тому числі через установлення їхнього суб'єктного складу, змісту правовідносин, прав і обов'язків сторін, а також порядку їхньої реалізації.

На відміну від договорів позики або позики «з умовою» введення нової договірної конструкції договору участі в кредитному ризику дозволяє «із чистого аркуша» підійти до рішення цілого ряду правових проблем.

Із збільшенням обсягів кредитування, у міру того як іпотечне фінансування перетворюється на помітну складову економіки, або у міру формування зрілої фінансової системи й поліпшення

здатності інвесторів оцінювати ризики і працювати в умовах вищого ризику зростає вигода від застосування більш складних методів залучення коштів. Одним із таких методів можна вважати сек'юритизацію в усіх її видах. Запровадження сек'юритизації іпотечних активів сприяє розвитку позикодавців, що спеціалізуються в операційній сфері забезпечення іпотечних фінансів і працюють за менш витратними моделями, ніж банки, які надають повний спектр банківських послуг. Така ситуація створює можливість для запровадження інновацій в іпотечних пропозиціях, зокрема, для надання позик за фіксованими ставками на довший термін.

Сек'юритизація сприяє також створенню ринку для незалежних страхувальників від неповернення іпотечних позик. Якщо приватний сектор не пропонує послуг з подібного виду страхування, держава може взяти участь у їхньому забезпеченні. Це також призводить до виникнення установ подібних до державного іпотечного банку. У теорії такі забезпечувані державою страхові схеми можуть бути реалізовані на комерційних засадах.

В Україні на сьогоднішній день практично відсутнє правове поле для ефективного запровадження механізму сек'юритизації іпотечних активів, проте з 1 січня 2004 року набув чинності Закон України «Про іпотеку», який становить правову основу першого рівня іпотечних відносин та у жовтні 2004 року створено іпотечну установу другого рівня (Державна іпотечна установа), метою якої є рефінансування іпотечних кредиторів. Також ведеться робота над регламентацією діяльності другого рівня іпотечних відносин, який власне і є базою для повноцінного здійснення сек'юритизації, тому можна очікувати, що у найближчі два-три роки в Україні буде запроваджено повноцінну дворівневу систему іпотечних відносин з урахуванням кращого міжнародного досвіду, в якій провідна роль належатиме, зокрема, сек'юритизації іпотечних активів.

### **Література**

1. *Расел В.* Метод McKinsey. — М., 2004. — 192 с.
2. *Ханс Питер Бэр.* Сек'юритизация активов. — М., Wolters Kluwer, 2006, 568 с.
3. *Казаков А. А.* Сек'юритизация активов — сила инновации. — К., 2002. — 312 с.

4. Демушкина Е. С. Концептуальные подходы к определению правового статуса ипотечных ценных бумаг / Рынок ценных бумаг. — М., 2004. — № 1.

5. Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, Mercer Oliver Wyman, October 2003, 78 p.

6. Глоссарий Standard&Poors по сьюритизации, Россия, 2005, 72 с.

Стаття надійшла до редакції 31.10.2006

УДК 339.732

О. М. Соботович, здобувач  
афедри міжнародних фінансів  
КНЕУ імені Вадима Гетьмана

### **СИСТЕМА ОЦІНКИ КРЕДИТНИХ РИЗИКІВ ЗА БАЗЕЛЕМ-2: ОГЛЯД ТА ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ ВПРОВАДЖЕННЯ В КРАЇНАХ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ**

В даній статті проводиться аналіз змін у розрахунку мінімальних вимог до регуляторного капіталу для оцінки кредитних ризиків, що розроблені Базельським комітетом з банківського нагляду (Базель-2) та наводиться порівняльний аналіз з попередніми вимогами, викладеними у Базелі-1.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** Базельський комітет з банківського нагляду, Звід правил розрахунку ризиків в банківській системі (Базель-1 та Базель-2), коефіцієнт достатності капіталу, коефіцієнт регулятивного капіталу, кредитний ризик, показники діяльності банку, складові кредитного ризику.

Остання редакція нових вимог щодо розміру мінімального регуляторного капіталу, що розроблені Базельським комітетом з банківського нагляду (далі Базель-2)<sup>1</sup>, викликала значні дебати серед науковців, політиків та банкірів. Цей інтерес виник як внаслідок важливості цих правил для банківських систем всіх країн світу, так і внаслідок того, що нові правила значно різняться від вже існуючих (Базель-1), запроваджених у 1988 році. Останнім

---

<sup>1</sup> Базельський комітет з банківського нагляду є комітетом органів банківського нагляду, що створений керівниками центральними банками країн десятки (G-10). Комітет не має ніяких формальних наднаціональних контролюючих прав, але він формулює (за консенсусом) основні стандарти нагляду та сприяє використанню найкращих практик очікуючи, що кожна країна впроваджуватиме їх найбільш підходящим до її умов шляхом.