

УДК 336. 7

Поддубняк Д. Б.,*аспірантка ДонНУЕТ імені Михайла Туган-Барановського*

РЕЙТИНГОВИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ

У статті узагальнено та адаптовано до українських умов науково-методичні підходи до рейтингування фінансових інструментів та суб'єктів іпотечного ринку: оцінка якості портфеля іпотечних кредитів, іпотечних облигацій, сервісерів (обслуговуючих організацій).

Ключові слова: рейтинг, інструмент, іпотечний ринок, кредит, облигація, сервісер.

В статье обобщены и адаптированы к украинским условиям научно-методические подходы к рейтингованию финансовых инструментов и субъектов ипотечного рынка: оценка качества портфеля ипотечных кредитов, ипотечных облигаций, сервисеров (обслуживающих организаций)

Ключевые слова: рейтинг, инструмент, ипотечный рынок, кредит, облигация, сервісер.

The scientifically methodical fittings for determinations of rating of financial instruments and subjects of mortgage market are generalized and adapted to the Ukrainian terms: estimation of quality of brief-case of mortgage credits, mortgage bonds, servicer (attendant organizations)

Keywords: rating, instrument, mortgage market, credit, bond, servicer.

Постановка проблеми. Надзвичайно щільний взаємозв'язок фінансових установ на ринку призвів до того, що криза, яка мала би стосуватися лише кредитних установ США, працюючих на ринку високоризикових позик, вплинула спочатку на американську фінансову систему, а потім і на загальносвітову [1, с. 204]. Іпотечний ринок України становить 15,2% від ВВП, тоді як у розвинених країнах цей показник сягає 30-40%. Починаючи із січня 2009 р. багато позичальників по іпотечним кредитам почали скочуватися у стан заборгованості та дефолту. Якщо у 2007 р. відношення вартості кредиту до вартості застави (показник LTV) трималося на рівні 75%, то завдяки падінню цін на житло на 35%, воно сягнуло відмітки 108% і знецінює вартість іпотечних портфелів українських банків. Завдяки девальвації національної валюти зменшилася доступність іпотечних кредитів. До кризи відношення між щомісячним платежем та доходом сім'ї (DTI) в Україні трималося на рівні 28%, але з девальвацією національної валюти зросло до 45%. Зростання рівня безробіття та інфляції також збіль-

шує ймовірність втрат банків у випадку дефолту по іпотечним кредитам. У цих умовах актуальною є проблема дослідження якості іпотечних портфелів банків, яка відбивається у рейтингах.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. На думку аналітиків іпотечного ринку, основним чинником, який впливає на його розвиток, є незбалансованість швидкого розвитку обсягів кредитування в Україні та якості іпотечного портфеля [2, с. 175]. При таких умовах необхідною є обережність та особлива увага до стандартів відбору позичальників з метою уникнення дефолту, а відсутність чіткого та досконалого механізму реалізації іпотечної застави при масових неплатежах може спричинити труднощі в цьому питанні. Більшість українських банків за час кризи підсилили служби ризик-контролю та удосконалили методики оцінки платоспроможності клієнтів, вони враховують і нові специфічні ризики, наприклад, фінансовий стан підприємств, на яких працюють клієнти [3]. Категорію "якість" пов'язують із ризиками іпотечного портфеля [4], процесом іпотечного кредитування [5] тощо. Утім недостатньо уваги приділяється рейтинговій оцінці якості на іпотечному ринку.

Мета і завдання дослідження – узагальнення науково-методичних підходів до рейтингування фінансових інструментів та суб'єктів іпотечно-го ринку, їх адаптація до українських умов.

Виклад основного матеріалу. Світові рейтингові агентства пропонують такі продукти для іпотечного ринку: оцінка якості портфеля іпотечних кредитів, рейтинги іпотечних облігацій, рейтинги сервісерів (обслуговуючих організацій). Будучи рейтинговим агентством, "Standard & Poor's" привласнює рейтинги й (або) оцінює кредитну якість передбачуваних структур фінансування операцій, але фінансових рекомендацій не дає і консультуванням не займається [6].

Розглянемо науково-методичні підходи до визначення ключових рейтингів іпотечного ринку.

По-перше, оцінка сервісерів є аналітичним продуктом, що дозволяє всебічно оцінювати операційні можливості тієї або іншої організації. Це досягається шляхом порівняння показників ефективності цього сервісера з аналогічними характеристиками зіставних із ним організацій, із галузевими стандартами, а також із якнайкращою практикою в цій сфері діяльності.

Масштаби використання цього продукту "Standard & Poor's" збільшувалися у міру розвитку ринку сек'юритизації – як в окремих країнах, так і у всьому світі. Якщо спочатку коло його споживачів обмежувався сервісерами, що працюють з житловою іпотекою (residential mortgage-based securities – RMBS) і комерційною іпотекою (commercial mortgage-based securities – CMBS), то зараз у нього також входять сервісери, що спеціалізуються на ABS (asset-backed securities), – цінних паперах, забезпечених активами. У 2003 р. "Standard & Poor's" почала використовувати аналітичну модель оцінки сервісерів (Service Evaluation Analytical Model – SEAM) для оцінки діяльності сервісерів, що об-

слуговують житлові іпотечні кредити. Згодом SEAM застосовуватиметься для оцінки організацій, що працюють і з іншими видами активів.

Вживана "Standard & Poor's" система оцінки призначена для визначення сильних і слабких сторін компаній-сервісерів, їх можливостей і недоліків шляхом вивчення трьох ключових аспектів їх діяльності: менеджмент і організація, адміністрування обслуговування кредитів (або активів) і фінансовий стан. Привласнення оцінки тому або іншому сервісеру припускає аналіз його діяльності за трьома вказаними параметрами. Компанії оцінюються залежно від їх спеціалізації (CMBS, RMBS і ABS). У категорії ABS виділяються такі підкатегорії, як комерційне фінансування (франчайзингові кредити і лізинг обладнання), споживче фінансування (кредитні карти, модульні житлові будинки, податкові права вимоги і кредити в розстрочку).

Далі сервісери, що належать до кожної з цих категорій, підрозділяються залежно від їх функцій і компетенції на первинні, основні та спеціальні. "Standard & Poor's" визначає первинних сервісерів як осіб, що забезпечують погашення боргових зобов'язань безпосередньо за договором кредитування. Крім того, первинний сервісер надає звіти про свою діяльність трасту або безпосередньо інвесторам (при цьому іноді він зобов'язаний вносити авансові платежі у випадку настання прострочень). У обов'язки основного сервісера входить нагляд за діяльністю менш крупних сервісерів з обслуговування кредитів. При цьому основний сервісер безпосередньо не обслуговує той або інший договір кредитування, а спостерігає за наданням первинними сервісерами інформації інвесторам у цілях забезпечення належної якості звітності та дотримання умов угод, виконуваних сервісерами. У компетенцію спеціальних сервісерів входить робота з проблемними кредитами, а самі спеціальні сервісери мають персонал і досвід по обслуговуванню портфелів з високою часткою проблемних активів. Портфель спеціального сервісера може містити набір різноманітних і невеликих за обсягом забезпечених і незабезпечених зобов'язань.

Відповідно до класифікації ринку, сервісери цінних паперів, забезпечених житловою іпотекою, виділяються в підкатегорії, в які входять сервісери, що обслуговують низькоякісні іпотечні кредити або кредити, забезпечені другою заставою. Відповідно до цієї класифікації, високоякісні іпотечні цінні папери – це папери, забезпечені іпотечними кредитами, які задовольняють встановленим вимогам. У категорію низькоякісних іпотечних кредитів потрапляють кредити позичальникам, що мають порівняно низьку оцінку кредитоспроможності та (або) інші характеристики. Термін "вторинне право застави" (субординоване щодо первинного договору іпотеки) належить до кредитних продуктів, що припускають вторинне право застави, а також до кредитів із високим відношенням розміру кредиту до вартості предмету застави (близько 125%).

Значення термінів "первинний сервісер" і "основний сервісер" у методиці "Standard & Poor's" відрізняються від загальноживаних. У багатьох

угодах про створення пулу і його обслуговування (pooling and servicing agreements – PSA), вживаних при оформленні операцій із сек'юритизації, термін "основний сервісер" використовується при визначенні порядку виплати авансів по основній частині боргу і відсоткам, а також наданні звітів трастам. Крім того, в різних фінансових організаціях і в пресі поняття "первинний" і "основний" сервісер зливаються при позначенні компанії, що відповідає за "всеосяжне" обслуговування. Визначення, використовуване "Standard & Poor's", засноване на необхідності розрізняти компетенцію і функції основного сервісера та первинного сервісера і те, що основний сервісер здійснює нагляд над субсервісерами.

При оцінці конкретного сервісера "Standard & Poor's" оцінює кожен із двох ключових компонентів аналізу його діяльності – а саме "менеджмент і організацію" і "адміністрування кредитів" – за такою шкалою: "сильний", "вище середнього рівня", "середній", "нижче середнього рівня" і "слабкий". Третій компонент – "фінансове положення" – оцінюється, залежно від загальних показників прибутковості, як "достатньо стійке" або "недостатньо стійке". За кожною оцінкою, привласненою сервісеру, визначається його короткостроковий (приблизно на 12-18 місяців) прогноз. Варіанти прогнозу такі: "стабільний", "позитивний", "такий, що розвивається" і "негативний". "Стабільний" прогноз означає, що протягом найближчого року оцінка навряд чи зміниться. "Позитивний" указує на можливість підвищення оцінки. Прогноз, який "розвивається", означає, що оцінка може бути підвищена, знижена або залишена без змін залежно від певної події, очікуваної в середньостроковій перспективі. Нарешті, "негативний" прогноз указує на вірогідність пониження оцінки.

По-друге. Оцінка якості портфеля іпотечних кредитів – це послуга, що полягає в аналізі й оцінці кредитної якості пулів іпотечних застав, зокрема різних структур фінансування, які клієнт припускає використовувати.

Скориставшись послугою "оцінка якості портфеля іпотечних кредитів", покупець пулу іпотек отримує уявлення про кредитні ризики, пов'язані з цією покупкою. Ця ж послуга дозволить оригінатору, що продає портфель іпотечних застав (цілком або частково), зрозуміти, яким кредитним ризикам він піддається у зв'язку з цим продажем.

Оцінка якості портфеля іпотечних кредитів – це послуга за оцінкою кредитної якості, вона не передбачає привласнення рейтингу, є конфіденційною і дійсна на дату привласнення.

По-третє. Мета складання рейтингів облігацій, забезпечених житловою нерухомістю, – оцінити здатність спеціальної юридичної особи, що випускає RMBS, використовувати грошові потоки, що генеруються за допомогою сек'юритизованих активів, так, щоби забезпечити повну і своєчасну виплату відсотків, а також повну і остаточну виплату основного боргу по облігаціях.

Методика складання рейтингів і аналітичного моніторингу операцій по випуску RMBS зазвичай припускає такі кроки:

- аналіз зовнішніх умов операції (макроекономічні чинники, ринок житла, тенденції на ринку споживчих позик);
- оцінка ступеня можливого впливу юрисдикційного чинника країни, пов'язаного з місцеперебуванням активів, на процес складання рейтингів;
- аналіз операції з погляду кредитних чинників, грошових потоків і з урахуванням законодавчих аспектів і особливостей структури;
- після привласнення рейтингів – аналітичний моніторинг операції, що полягає у безперервній повторній перевірці оцінки ризику дефолта, результатом якої може стати зміна рейтингу облігацій.

Рейтинговий процес складається з таких етапів: первинна зустріч з організатором операції, вивчення компанії, аналіз ризиків, публікація перед-продажного звіту про операцію, аналіз документації і правових аспектів, випуск повідомлення про привласнення рейтингу, публікація звіту про новий випуск, аналітичний моніторинг.

При оцінці кредитної якості в межах оцінки якості портфеля іпотечних кредитів використовуються ті ж методи кількісної оцінки кредитної якості, що і при привласненні та підтримці рейтингів RMBS. Аналітики визначають два параметри – WAFF (weighted-average foreclosure frequency – середньозважена частота звернення стягнення на закладене майно) і WALSL (weighted-average loss severity – середньозважена величина втрат).

Оцінка кредитної якості в межах оцінки якості портфеля іпотечних кредитів виводиться на підставі вивчення менш значного обсягу інформації про пули позичальників, ніж рейтинг, що привласнює операції RMBS. Крім того, аналітикам не завжди вдається отримати інформацію по пулу іпотек від оригінаторів або сервісерів, з якими вони зустрічаються.

Для оцінки кредитної якості портфеля житлових іпотечних кредитів, використовуюваного в цілях сек'юритизації, аналізується конкретний портфель на рівні окремих кредитів, що входять до нього. Для кожного кредиту оцінюються частота звернення стягнення на закладену нерухомість (тобто вірогідність дефолта) і величина втрат (тобто втрат після закінчення процедури звернення стягнення). Потенційний обсяг втрат по іпотечному портфелю розраховується шляхом добутку частоти звернення стягнення на рівень втрат.

Чинники, що визначають середньозважену частоту звернення стягнення (WAFF):

1. Базова частота звернення стягнення – це гіпотетичний рівень дефолтів по портфелю кредитів, для якого не потрібні які-небудь коректування у зв'язку з індивідуальними характеристиками кредитів, які входять у пул і зумовлені особливостями цих кредитів або особливостями позичальників, що отримали їх. Аналіз починається з вибору еталонного портфеля, який відображав би найбільш типову практику видачі кредитів у цій країні (з погляду характеристик кредитів і процедур андеррайтингу).

2. Коректування, пов'язані з індивідуальними особливостями кредитів. Якщо позика має характеристики, не відповідні еталонному портфелю, вона піддається в одних випадках більше, а в інших – менше високому ри-

зику звернення стягнення в порівнянні з базовим рівнем. У цьому випадку значення базової частоти звернення стягнення коректується залежно від невідповідності кредитних характеристик цієї позики характеристикам еталонного портфеля. Для різних країн застосовуються різні методології аналізу індивідуальних характеристик кредитів для визначення WAFF на основі базової частоти звернення стягнення. Вони розробляються з урахуванням стандартів андеррайтингу, іпотечних продуктів і кредитної культури позичальників, характерних для кожного конкретного ринку.

Чинники, що визначають середньозважену величину втрат (WALS):

1. Зниження ринкової вартості. У разі звернення стягнення на закладену нерухомість допускається, що надходження від реалізації опиняться менше первісно оціненої вартості цієї нерухомості, зважаючи на тенденцію до зниження ринкової вартості (MVD, market value decline): чим вище рейтинг, тим вище MVD.

2. Вартість стягнення заборгованості. Припускається, що фіксовані витрати, пов'язані зі стягненням заборгованості, становлять приблизно 10-15% від залишку непогашеної позики. Цей розрахунковий рівень витрат може коректуватися з урахуванням ринкової практики і досвіду окремих кредиторів зі стягнення заборгованості.

3. Дуже коштовна нерухомість. Припускається, що потенційна величина втрат по крупних позиках, виданих на придбання дорогої нерухомості, вище, ніж по невеликих кредитах, оскільки така нерухомість менше ліквідна і має менший попит.

4. Комерційне використання. Нерухомість, використовувана не тільки для мешкання, але і в комерційних цілях для малого бізнесу може мати планувальні та інші особливості, які погіршують її ліквідність на вторинному ринку.

5. Іпотечне страхування – враховується наявність полісів страхування від збитків, які можуть перевищити значення, закладене у формулу LTV, при зверненні стягнення на закладену нерухомість.

6. Валюта. Величина втрат по кредиту, номінованому не в національній валюті, може бути скоректована з урахуванням вірогідності падіння курсу валюти, змодельованої для різних рейтингових категорій.

7. Стягнення заборгованості в умовах політичного втручання – враховується поведінка забезпечуючих активів в умовах виникнення серйозних фінансових проблем або дефолта на рівні національного уряду; можливість введення обмежень на переказ і конвертацію валюти; перспектива державного втручання в хід виконання операції та рівень грошових потоків, що генеруються іпотечними активами тощо.

Модель грошових потоків по іпотечних облігаціях будується із відтворенням структури активів і пасивів емітента впродовж всього періоду життя операції. Після цього проводиться стрес-тестування грошових потоків для всіх заданих рейтингових рівнів.

Висновки. 1. Відновлення іпотечного ринку України після кризи не-

минуче приведе до поширення практики сек'юритизації іпотечних активів. Розміщуючи RMBS на внутрішньому і світовому ринках, українські іпотечні позикодавці можуть отримати додаткові кошти, необхідні їм для фінансування кредитів, що видаються. Позитивний внесок у розвиток іпотечного ринку мають учинити рейтинги сервісерів і операцій RMBS, оскільки вони сприяють підвищенню рівня прозорості й інформують інвесторів про реальні можливості сервісерів, обслуговуючих їх портфелі, кредитну якість пулу активів тощо. Крім того, рейтинг корисний для самих сервісерів як інструмент, що допомагає їм виявляти недоліки в своїй роботі та підвищувати її ефективність.

2. Продукт “оцінка якості портфеля іпотечних кредитів” призначений для організацій, які беруть участь в операціях, пов'язаних із портфелями іпотечних кредитів, виступаючи в ролі продавців або покупців, і хочуть мати уявлення про рівень кредитного ризику, якому вони піддаються у зв'язку зі структурою передбачуваної операції. Крім того, оцінка якості портфеля іпотечних кредитів дозволить полегшити роботу по кредитному моніторингу і контролю за рефінансуванням іпотечних кредитних ліній, призначених для накопичення портфеля активів, у цілях переоцінки активів за ринковою вартістю.

3. Важливою запорукою успішного використання рейтингу є підтримка його актуальності – рівень рейтингу, що відповідає тому або іншому траншу облигацій, може змінюватися протягом еволюції пулу активів і структури зобов'язань. Постійний моніторинг дозволяє рейтингам залишатися об'єктивними і зрозумілими заходами вимірювання ризиків впродовж терміну дії операції, а не тільки на момент її закриття.

Метою подальших досліджень є адаптація до українських умов критеріїв оцінки грошових потоків в європейських операціях по випуску RMBS.

Література:

1. Шишкін В. О. Вплив фінансової кризи на економіку України [Текст] / В. О. Шишкін, Т. С. Абліцова // Держава та регіони. – 2009. – № 3. – С. 202-206.
2. Семенов Г. А. Актуальні питання розвитку іпотечного кредитування в Україні [Текст] / Г. А. Семенов, Т. І. Гутарова // Держава та регіони. – 2009. – № 4. – С. 174-177.
3. Денков Д. Іпотечні кредити залишаються недосяжними [Електронний ресурс] / Д. Денков // Економічна правда. – 22. 03. 2010. – Режим доступу: <<http://www.epravda.com.ua/publications/4ba72b245993e/>>.
4. Фінансовий механізм розвитку іпотечного ринку: автореф. дис. . . канд. екон. наук: 08. 00. 08 [Електронний ресурс] / С. Г. Арбузов; Донец. нац. ун-т економіки і торгівлі ім. Михайла Туган–Барановського. – Донецьк, 2009. – 21 с.
5. Першин В. Г. Організаційно-правове забезпечення впровадження іпотечного кредитування в Україні: Автореф. дис. . . канд. юрид. наук: 12.00.07 [Електронний ресурс] / В. Г. Першин; Держ. податк. адмін. України, Нац. акад. держ. податк. служби України. – Ірпінь, 2005. – 20 с.
6. Рейтинги S&P [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <<http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=3572&sec=mt>>.