



СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ”

Факултет „Финанси“

Катедра „Финанси и кредит”

Борислав Красимиров Киров

ИНВЕСТИЦИИ В ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен

„доктор” по докторска програма:

„Финанси, кредит, парично обръщение и застраховка“ (финанси)

Научен ръководител:

Доц. д-р Валентин Милинов

Свищов

2021

Дисертационният труд се състои от 176 страници, от които: заглавна; съдържание – 2 страници; въведение – 7 страници; основен текст – 140 страници; заключение – 5 страници; библиография – 11 страници (146 литературни, 10 нормативни и 9 интернет източника); приложения – 11 страници. В структурно отношение разработката включва увод, изложение в три глави и заключение. В подкрепа на изложението са оформени 12 фигури и 9 таблици и 24 формули.

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита по реда на Закона за развитието на академичния състав от катедра „Финанси и кредит“ при Стопанска академия „Д. А. Ценов“ на заседание, проведено на 19.11.2021 г.

Откритото заседание на научното жури за защита на дисертационния труд ще се състои на 11.02.2022 г. от 9.30 часа в Заседателна зала „Ректорат“ на Стопанска академия „Димитър А. Ценов“ – Свищов.

Материалите по защитата са на разположение на интересуващите се в Отдел „Докторантура и академично развитие“ на Стопанска академия „Димитър А. Ценов“ – Свищов.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на изследваната тема

Актуалността на изследването се свързва с анализ на ипотечното кредитиране, което изпълнява важна икономическа и социална функция, както за потребителите, кредитните институции и инвеститорите в ипотечни облигации, така и за стабилното развитие на икономиката. С последната финансова криза от 2009 г. може да се добави, че кредитирането носи и сериозен финансов риск за всички посочени икономически агенти. Това наложи нови промени в европейската регулаторна рамка, която да осигурява балансиран ръст на пазара на недвижими имоти, пазара на ипотечни кредити и инвестициите в ипотечни/покрити облигации, чрез разумно кредитиране от страна на европейските кредитни институции. Хармонизирането на новите европейски кредитни регулации трябва да осигурява финансова стабилност в банковия сектор с емисии на двойно обезпечени ипотечни/покрити облигации, с по-добра защита на инвеститори и потребители на ипотечни кредити.

2. Обект и предмет на изследването

Обект в настоящата разработка са ипотечните облигации и ефектите на съвременните международни регулаторни стандарти, водещи до трансформирането на пазара на ипотечни облигации в пазар на покрити облигации.

Предметът на изследването са ретроспективния, диагностичния и прогностичния анализ на ипотечния пазар за периода 2010–2020 г. в контекста на неговата трансформация в пазар на покрити облигации, тоест в пазар на нов добре рекламиран, безрисков и популярен финансов инструмент.

3. Изследователска теза, цел и задачи на дисертационния труд

В дисертационната разработка авторът подлага на проверка тезата, че постигането на оптимален баланс в развитие на пазара на недвижими имоти, ипотечните кредити, нормативни регулации и инвестициите в ипотечни/покрити облигации е важен фактор за постигане на дългосрочна финансова стабилност на кредитните институции, финансовите пазари и икономиката. Ето защо този процес трябва да стои в центъра на вниманието на международните регулаторни органи и финансовите мениджъри, при вземането на важни инвестиционни решения за глобални инвестиции в ипотечните или покритите облигации.

Основната цел на изследването е да се извърши систематизирано изследване на инвестициите в ипотечни и покрити облигации през периода 2010-2020г. чрез анализ на еволюцията в международните регулаторни стандарти, които регулират този процес.

Реализирането на поставената цел предопределя изпълнението на следните конкретни изследователски **задачи**:

1. Характеристика за възможност на понятия като „нискорискови или безрискови финансови активи“ – за каквито се смятат ипотечните/покритите облигации, като се открият техните особености и роля им при възникване на световната финансова криза след 2008 г.

2. Изследване на възможностите в средносрочен и дългосрочен план за балансирано развитие и влияние на съвременните международни регулаторни стандарти върху динамично развиващия се пазар на ипотечни кредити, цените на недвижимите имоти и инвестициите в ипотечни/покрити облигации – през периода на световната финансова и икономическа криза от 2009 г. и след това.

3. Извършване на прогностично-идентификационен анализ на риска и ползите за кредитните институции, след приемане на новата европейска за-

конова рамка за покритите облигации, която има за цел да създаде за банките в Европа „алтернативен и стабилен инструмент за финансиране при динамичното развитие на пазара на ипотечни кредити с възможности за намаляване на разходите както за кредиторите така и за клиентите“.

4. Изготвяне на препоръки и изводи за възможни ефекти и рисковете за институционалните инвеститори при глобални инвестиции в пакети „безрискови активи“, с „добра доходност“ за каквито се представят „новите“ ипотечните/покрити облигации. Този процес ще изисква ефективен контрол от надзорните органи върху кредитните институции, в стремежа им да прехвърлят кредитен риск, чрез масови продажби на емитирани облигации - за да се гарантира дългосрочна финансова стабилност на капиталовите пазари и икономиката.

4. Методология на изследването

В изследването са използвани традиционни научноизследователски методи като: *историческия метод, сравнителния метод, индуктивния и дедуктивния метод, метода на анализа и синтеза, статистически метод, метода на наблюдението, и други методи. В изследването са използвани публични данни от БНБ, НСИ, други публично достъпни данни, както и анализи и изследвания на водещи икономисти в областта на тази специфична проблематика.*

Данните в дисертацията са обработени и представени във вид на таблици и диаграми с помощта на MS Office Excel 2016.

5. Ограничения на изследването

Извън обхвата на изследването са останали въпроси, свързани с дейността на инвеститорите в строителството на жилища, организацията на дейността и управление на риска в тяхната инвестиционна дейност, както и специфичните проблеми при кредитирането на строителните фирми в сектор жилищно строителство.

6. Апробация на дисертационния труд

Дисертационният труд е обсъден на заседание на катедра „Финанси и кредит“ при Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов. По темата на дисертацията са публикувани една студия, една статия и четири доклада в специализирани научни издания.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е разработен при спазване на изискванията на чл. 27, ал. 2 от Правилника за прилагане на Закона за развитие на академичния състав в Република България. Той се състои от увод, изложение в три глави, заключение, библиография и приложения. Изследването е разработено в обем от 176 стандартни страници, от които 162 страници са основен текст и 11 страници – приложения. В основния текст на изследването са представени 9 таблици, фигури 12 и 24 формули. В края на труда са представени 7 приложения. Библиографската справка съдържа 146 източника, вкл. 19 от научната школа на финансовата катедра, общо 76 източника на български език, 50 – на чужд език, 10 нормативни акта и 10 електронни източника.

В конкретен план дисертационният труд е структуриран по следния начин:

УВОД

ГЛАВА ПЪРВА

АНАЛИЗ НА СЪВРЕМЕННИТЕ ФИНАНСОВИ ПРАКТИКИ ПО ОБЕЗПЕЧЕНИЕ НА ИПОТЕЧНИТЕ КРЕДИТИ

1. Характеристики и особености на ипотечното кредитиране и ипотечните облигации
2. Системен анализ на ипотечните кредити и лихвени проценти при ипотечното кредитиране
3. Основни индикатори на пазара на недвижимите имоти

ГЛАВА ВТОРА

МЕЖДУНАРОДНИТЕ РЕГУЛАТОРНИ СТАНДАРТИ И ТЯХНОТО ОТРАЖЕНИЕ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ И ПОКРИТИ ОБЛИГАЦИИ

1. Еволюция на търговското и инвестиционното банкиране в условията на нови международни регулации

2. Промени в международните банкови регулации за финансово стабилен банковия сектор
3. Възможности за запазване на доминиращата роля на банковия сектор на ипотечния пазар в новите ограничителни условията към институционалните инвеститори

ГЛАВА ТРЕТА

УПРАВЛЕНИЕ НА КРЕДИТНИЯ И ИНВЕСТИЦИОННИЯ РИСК ПРИ ИПОТЕЧНИТЕ И ПОКРИТИТЕ ОБЛИГАЦИИ

1. Методология за диверсифициране на инвестиционен риск при инвестирането в ипотечните или покрити облигации
2. Процесът по секюритизация на ипотечните кредити и връзката му с кризата в банковия сектор
3. Банковите кризи в условията на либерализация на капиталовите пазари
4. Насоки за подобряване на инвестиционната политика на институционалните инвеститори при инвестиции в ипотечни и покрити облигации

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

ПРИЛОЖЕНИЯ

ЦИТИРАНИ ИЗТОЧНИЦИ

АВТОРСКИ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА

ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ДОСТОВЕРНОСТ И ОРИГИНАЛНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

II. КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Увод

В увода на дисертацията са очертани актуалността на темата, обектът и предметът на дисертационния труд, основната цел и задачите. Формулирана е научноизследователската теза. Посочени са ограниченията на изследването.

ГЛАВА ПЪРВА

АНАЛИЗ НА СЪВРЕМЕННИТЕ ФИНАНСОВИ ПРАКТИКИ ПО ОБЕЗПЕЧЕНИЕ НА ИПОТЕЧНИТЕ КРЕДИТИ

Създаването на ипотечарни банки започва от Германия през 18-и век като ипотечните кредити се предоставят предимно в парична форма и под формата на облигации. Пазарът на ипотечи се превръща в най-големия пазар на дълг в САЩ, като отпуснатите и непогасени суми за жилищни заеми бързо започват да надвишават с три до четири пъти отпуснатите суми за търговски и фермерски ипотечни кредити. Създаването на активен вторичен пазар за ипотечи коренно променя пазара на жилищни ипотечи. Самата идея се заражда в Дания, въпреки че най-бързото развитие на пазара на ценни книжа, гарантирани с ипотека се наблюдава в САЩ. За периода преди кризата в Дания се достига обем на продажби на ипотечни ценни книжа за над 150 млрд. щ.д. (Киров, 2019)

Тъй като ипотеките имат различни срокове и лихвени проценти, те не са достатъчно ликвидни, за да се търгуват на вторичните пазари като ценни книжа. За да се стимулира отпускането на ипотечни кредити, през 1970 г. Държавната национална ипотечна асоциация (GNMA наречена „Джини мей“), въведе изцяло прехвърляемите ценни книжа, обезпечени с ипотечи, стартирайки програма, с която тя гарантираше плащанията по лихвите и главниците на пакет от стандартизирани ипотечи. Съгласно тази програма частни нефинансови институции, като спестовно-кредитните дружества и

търговските банки, вече можеха да събират в пакет група гарантирани от GNMA ипотечи на стойност напр. \$1 млн. и след това да го продадат като ценна книга на трета страна (обикновено голям институционален инвеститор, какъвто са инвестиционните, пенсионните и др. фондове). Когато гражданите, обслужвайки гарантирани от GNMA ипотечни кредити, плащат на финансовата институция, тя изцяло прехвърля плащанията към собственика на ценната книга, като му изпраща чек за общата им стойност. Тъй като GNMA гарантира плащанията, тези изцяло прехвърляеми ценни книжа, обезпечени с ипотечи, имат твърде нисък риск от неплатежоспособност и са много популярни, като стойността им превишава \$400 млрд. Обезпечените с ипотечи ценни книжа се емитират не само от държавни агенции, но и от частни финансови институции. През 70-те години над 80% от жилищните ипотечи се притежаваха директно от спестовно-кредитни дружества, взаимно-спестовни банки и търговски банки. Сега едва една трета се притежава директно от тези институции, а две трети се държат като ценни книжа, обезпечени с ипотечи. (Мишкин, 1995, стр. 24)

Тази политика стимулира вторичният пазар на ипотечи, който претърпява „истински бум“ след 70-те години, когато обемът в световен мащаб се увеличава с пъти. От близо 18 милиарда долара през 1970 година той надхвърля 150 милиарда през 1983. Десет години по-късно емитираните облигации, обезпечени с ипотечи, са за 1627.2 милиарда долара. (ИПИ, 2001, стр. 4)

След 1989 година - ипотечния кредит у нас се регламентира чрез Закона за ипотечния кредит, който регламентира "отпускане на кредити срещу регистрирана ипотека върху недвижимата собственост, на основата на издаване на облигации като банката задължително финансира отпускането на ипотечен кредит с емисия на ипотечни облигации".¹ (ИПИ, 2001, стр. 4) В

¹ Ипотечните облигации са ценни книги, емитирани от банкова институция, обезпечени с портфейла от ипотечни заеми, отпуснати от банката. Според българското законодателство, ипотечни облигации могат да бъдат издавани само от банки, затова същите не трябва да се бъркат с облигациите, издадени от дружество със специална инвестиционна цел, инвестиращо в недвижими имоти. За да възвърне паричните средства, дадени на физически и юридически лица за покупка на недвижимо имущество с цел нови

България такъв вид облигации се издават само от банките по силата на Закона за ипотечните облигации. (Закон за ипотечните облигации, 2020)

Съгласно Закона за ипотечния кредит - ипотеката се определя като ограничено вещно право върху определен недвижим имот, което се учредява с цел обезпечаване на определено вземане и придобиване на право от кредитора на удовлетворение от цената на ипотекирания имот. Ипотеката следва имота, като при прехвърлянето му не се погасява. Ипотечното право е неделимо – учредява се за целия имот или за част от имот, която отговаря на изискванията за самостоятелен имот и се вдига след като е погасен целия дълг. При частично погасяване, ипотеката продължава да тежи върху целия имот. Тя се определя в два вида – законова и договорна.

Събитията от 2008–2009 г. показаха, че всяка криза в глобализирания банков сектор може да доведе до световна финансова и икономическа криза с масови фалити и необходимост от въвеждане на нови промени в правната рамка за регулации към кредитните институции. Наблюдаваме динамична промяна след 2014 г. от страна на европейските регулации към дейността на кредитните институции и емитирането на ипотечни/ покрити облигации – за да могат инвеститорите да се чувстват по сигурни, чрез по-доброто им обезпечение и от възможност вече за двоен иск по отношение на активите за обезпечение като емитиращата банка им осигурява „двойна гаранция“. *Авторът споделя становището, че последни нормативни промени, касаещи ипотечните облигации, представят стремежа на европейски регулации да „им изгради нов, по-добър имидж“ – вече като „покрити облигации“ и „нов“ дългов инструмент с нисък риск и добра доходност.*²

капиталовложения, банката въз основа на правото на законна ипотека върху закупените имоти емитира ипотечни облигации. При продажбата им тя на практика получава суми, почти равни с дадените по кредитите. Всяка емисия отговаря на определени групи ипотекирани имоти, което обстоятелство подлежи на вписване. При невъзможност на заемополучателя да плаща вноските по кредита, а оттам - и на банката да плаща по облигационния заем, при принудително изпълнение при продажбата на ипотекираните имоти с предимство се ползват титулярите на ипотечни облигации, обезпечени със съответните имоти.

² Въпреки факта, че новите държави членки на ЕС нямат стабилен пазар на покрити облигации по време на въвеждането на правната рамка на Европейска Директива (ЕС) 2019/2162, значителна част от тях, включително България – при създаването на новите законопроекти, ще стъпят на база на съществуващото вече националното законодателство - затова в изследването, *авторът разглежда понятията „ипотечни“ и „покрити“ облигации като синоними.* В България от 2000 г. действа Законът за ипотечните облигации

За да придобият инвеститорите сравнително точна представа за финансовото състояние и финансовите резултати на дадена кредитна институция, която емитира ипотечни облигации, трябва да разполагат с подробна информация за анализ на нейния баланс. Балансът предоставя богата информация и е основа за съставянето на комплексна характеристика на качеството на банковите активи и пасиви, както и основен източник на информация за оценяване на банковата дейност. (Б. Божинов., Вълчев, Ж. 2013, стр. 31)

Политика на централните банки след последната глобална финансова криза от 2008–2009 г. показва, че те предприемат стъпки към чувствително понижаване на лихвените равнища, което силно стимулира кредитирането и инвестиционните намерения на икономическите агенти. Европейската централна банка (ЕЦБ) не прави изключение и в кратък период след кризата, намали лихвите и те вече достигнаха нива под нулата – за да се подпомогне европейската икономика, която след финансовата криза има ново предизвикателство – да се развива в условията на дълговата криза, тъй като голяма част от държавите в Европейския съюз са прекалили със заемането на паричен ресурс от кредитните институции. Тази политика се запазва в някои от държавите като Дания, Германия и Португалия, което допълнително засилват интереса на клиентите към ипотечните и други дългосрочни и средносрочни фирмени кредити.

В България – лихвите равнища при ипотечните кредити не се промениха по време на пандемията и икономическа рецесия като запазиха нивата около 2,6 - 3,2%, а при потребителските – между 4,5 и 6,6%, .

Георги Чукалев прави анализ на факторите, които оказват влияние върху потреблението на домакинствата в дългосрочен план. Авторът анализира промяната в разполагаемия доход от труд, богатството, изменението на кредитите условия и потреблението. Проверката на влиянието на кредитите

(ЗИО), който урежда емитирането на един от най-типичните видове покрити облигации – тези, емитирани на основата на банков портфейл от ипотечни кредити – на тази правна рамка, ще се създаде и Закон за покритите облигации.

върху потреблението е направена по два начина – чрез използването на реалния лихвен процент по кредитите и чрез изследване на директното влияние на кредитите. Направените от автора изчисления с видовете лихвени проценти показват, че значими и с влияние върху потреблението на домакинствата са дългосрочните лихвени проценти по кредитите (общо) и дългосрочните лихвени проценти по потребителските кредити. Повишението в тези лихвени проценти влияе отрицателно върху потреблението в дългосрочен период. Нарастването на реалния лихвен процент по дългосрочните потребителски кредити с 1% предизвиква намаление на потреблението на домакинствата с 0.68% в дългосрочен период. Другите включени променливи в този модел са доходът от труд и сезонните фиктивни променливи. Реалният лихвен процент по кредитите доказва косвено влиянието на кредитите върху потреблението. Изчислената обратно пропорционална връзка между реалните лихвени проценти по кредитите и потреблението е очаквана. От тази връзка може да се предположи, че кредитите оказват положително влияние върху потреблението в дългосрочен период. Това се потвърждава от включването на кредитите за населението в модела на потреблението. От друга страна, като част от нетните финансови активи на домакинствата, кредитите представляват задълженията на населението. Положителните нетни финансови активи спомагат за дългосрочното финансиране на потреблението. Включването на кредитите, заедно с другите променливи, като доход (от труд) и финансови активи, показва наличието на по-вече от един коинтеграционен вектор. Направеният от автора тест се свързва с включването на изменението в кредитите (първа разлика на данните, взети като равнище). Те участват в модела с векторна корекция на грешката като екзогенна променлива. Резултатите от този модел са дадени в представеното приложение. (Чукалев, 2007, стр. 26-28)

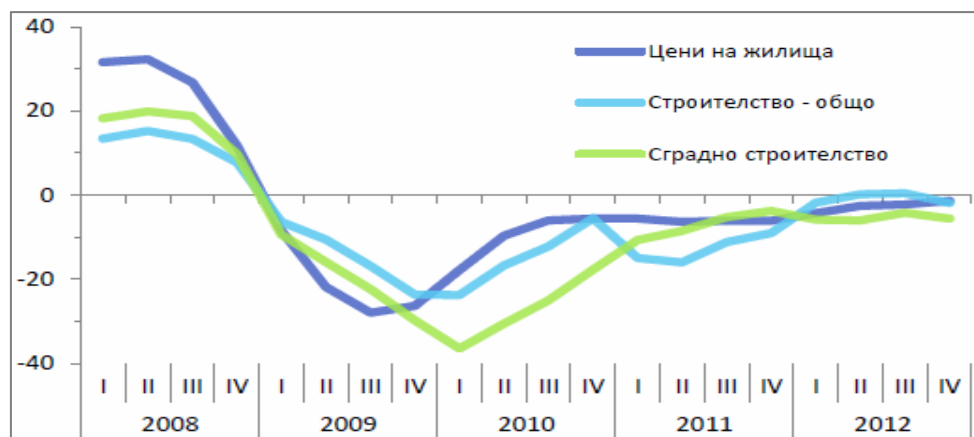
Съществуват няколко периода в световната история на големи промени в цените на недвижимите имоти. В периода между 1929 и 1933 година по време на Голямата депресия, когато в САЩ цените са се понижали с

24%. Следващия период е по време на бума на петролния бизнес през 70-те години на XX век, когато в богатите на петрол щати, се наблюдава рязко повишение в цените на недвижимите имоти и обратно при последващ спад в цената на петрола – в началото на 80-те години се наблюдава и понижаване в цените на имотите в същите щати. Такива резки колебания в цените се наблюдава и по време на рецесията в САЩ – в началото на 90-те години. След икономическия подем и правителствената подкрепа на политиката за закупуване на собствен дом – ипотечното кредитиране и цените на недвижимите имоти започват чувствително да растат до настъпването на кризата в ипотечния пазар и вторичните ипотечни облигации през 2008 г., която прерасна в световна финансова и икономическа криза. Следва периода 2010–2020 г., където в световен мащаб, вече в условията на безпрецедентно ниски лихвени равнища и агресивно кредитиране на пазара, се наблюдава нов, стабилен ръст в цените на недвижимите имоти в големите градове, областните центрове и столиците. На места този ръст е в границите между 20-30% и представлява основа за важни научни изследвания при влезли в сила нови международни регулации за кредитните институции.

Европейските статистически данни, през последни пет години преди кризата от 2009 г. показват значителен ръстът на ипотечното кредитиране и цените на недвижимите имоти в страните от ЦИЕ като най – високи нива има в балтийските страни, Румъния и България от 25% до 40%, а Полша, Хърватска, Словакия, Чехия и Русия, за същия период 2004–2007 г. – от 6% до 22%. По високо е нарастването в големите градове и столицата като цените в България, през 2008 г. са били четири пъти по-високи в сравнение с цените през 2000 г. С настъпване на световната финансова криза през 2009 г. се наблюдава промяна на монетарните условия в САЩ и страните от ЕС, което доведе до очакван спад на цените на недвижимите имоти и нарастване на нивото на доходност от наеми. Във Великобритания за 2008 г. се отчитат намаление на банковите трансакции с 42% спрямо същия период през 2007 г. Прерастването на световната финансова криза в икономическа води до

силно влошаване на икономическите условия в световен мащаб и до значителен спад в продажбата на жилища. В България ипотечното кредитиране продължава да нараства почти до края на 2009 г., поради високите печалби, които осигурява на банките-кредитори като през 2008 г. лихвите по жилищните заеми са на нива около 7-8% годишно, докато в страните от ЕС те се между 4,5 и 6%.

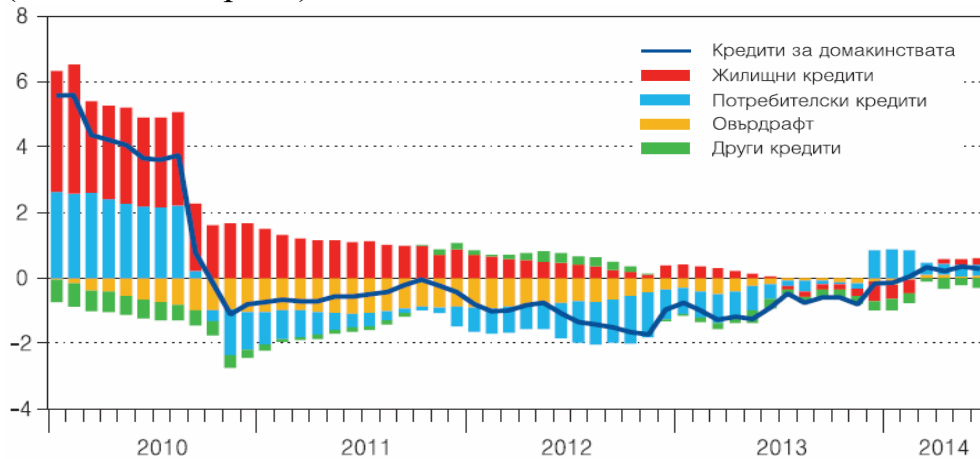
Голямата конкуренция на банковия пазар, агресивното кредитиране притискат „ценовия балон, а масовите продажби на жилища водят до срив в цените на имотите в САЩ. Те започват да падат в края на 2008 г. и предизвикват негативен ефект върху цените на ипотечните облигации, което принуждава кредитните институции да прилагат по-стриктни мерки при отпускането на ипотечни кредити. Кризата на пазара на жилища започва първоначално в САЩ от средата на 2007 г. като постепенно се разпростира в Европа, в частност и в България, където цените на недвижимите имоти за периода 2008–2012 г. бележат сериозен спад. (Виж Фиг.1)



Фигура 1. Темп на изменение на средните пазарни цени на жилищата и индекса на строителната продукция (изменение на годишна база, %, 2008–2012) (Божинев, Б., Узун, Н. 2017)

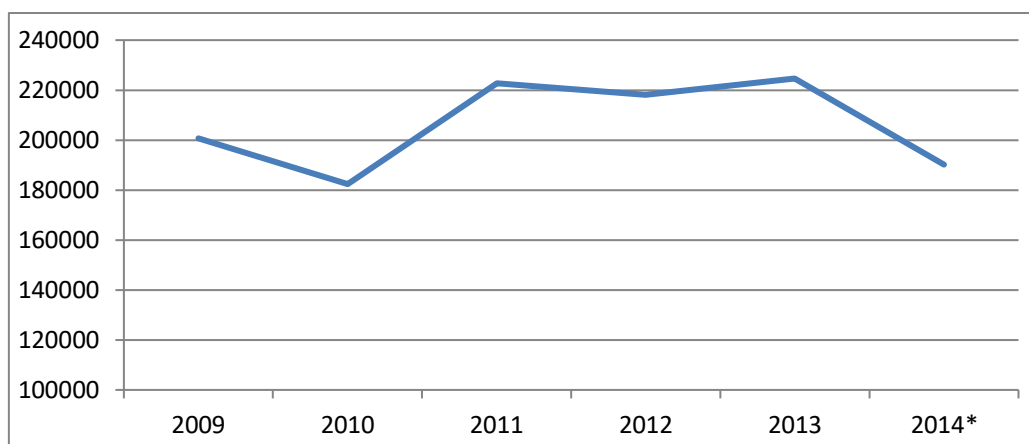
Наблюдаваме драстичен спад в цените на недвижимите имоти, въвеждане на нови, по-строги регулации за кредитните институции и няколко

много трудни години за строителния сектор, който е индикатор и измерител за състоянието на съвременната икономика. Той е неизменна част и предпоставка за изграждането на материалната база на икономиката – производствени мощности, инфраструктура, жилищни и обществени сгради, като същевременно значително допринася за позитивното развитие на пазара на труда. (МФ, 2013, стр. 14)



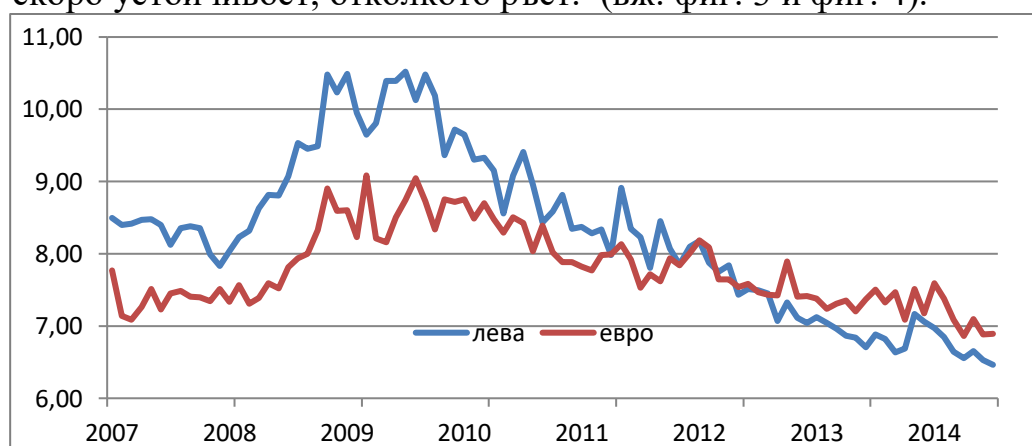
Фигура 2. Годишен растеж на кредита за домакинства и принос по видове кредит (в процентни пунктове, 2010-2014) (БНБ, Икономически преглед. бр. 2, 2014, стр. 36)

По данни на БНБ за периода 2010-2014 г., средногодишното банково финансиране – под формата на пряко отпуснати кредити към строителните фирми и отпуснати жилищни кредити на домакинствата е в рамките на 12,7 – 14 млрд. лв., като дела на жилищните кредити в общия му обем е между 60 до 70%. През този период, според експерти в бранша се наблюдава и намаляване на процента на финансиране на покупката с банков кредит (с около 20% до нива от около 70%), банковото кредитиране си остава един от най-сигурните източници за придобиване на жилищен имот. За това говори и наличието на положителен растеж при този тип кредит след 2010 г., който макар и намаляващ, остава единствения вид кредит за домакинства, който в периода има позитивен принос в ръста на общия обем отпуснати кредит към гражданите (Виж. фиг.2). (БНБ, Икономически преглед. бр. 2, 2014, стр. 36)



Фигура 3. Брой регистрирани продажби на жилища (годишна база, 2009–2014)

Можем да се отбележи една специфична особеност за периода след кризата 2008–2014 г., която се наблюдавана на пазара на жилищни имоти в България, а именно: въпреки регистрирания сериозен спад на цените на жилища с 36% средно за страната и спад на лихвените равнища по ипотечните кредити, търсенето на подобни имоти и финализирането на сделки с тях, показва по-скоро устойчивост, отколкото ръст. (вж. фиг. 3 и фиг. 4).



Фигура 4. Лихвени проценти по жилищни кредити за нефинансови предприятия (среден лихвен процент, 2010–2014)³

От направеният анализ за еволюцията на ипотечното кредитиране преди и след финансовата и икономическа криза от 2008–2009 г., със „спук-

³ Източник: <http://www.bnb.bg> Информационен бюлетин, 2007–2014.

ването на ценовия балон“ в САЩ и Европа, въвеждането на нова международна регулаторна правна рамка за дейността на кредитните институции беше задължителна. Европейските промени започнаха с приемането на Директива 2014/17/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 04.02.14 г. С Директивата се въвеждат: „нови критерии за защитата на правата на потребителите на финансови услуги и защита на финансовата и банковата стабилност на страните членки на Европейския съюз, с хармонизирането на нормативната уредба на национално ниво“. Новата европейска правна рамка трябва да гарантира успех на мерките за осигуряване на по-висока прозрачност, сигурност и доверие на пазара на ипотечни кредити.

Хармонизирането на правната рамка у нас, с промените в Закона за потребителския кредит (ЗПК) през 2014 г. и с приемането на Законът за кредитите за недвижими имоти на потребителите (ЗКНИП) през 2016 година: нормативно се определят: „възможностите за предоставяне на кредити за недвижими имоти на потребители, условията и реда за регистрация на кредитните посредници и контрола върху тях, както и отпускането на две категории ипотечни кредити: за закупуване на недвижими имоти и кредити за придобиване или запазване на вещно право върху недвижим имот“. Нарастване на цените на имотите в България е свързано и с промяната в търсенето им поради нарасналия капацитет за обслужване на дълг и възможността за ползване на кредит от домакинствата. Първият фактор зависи от намалението на основните лихвени проценти вследствие на ниската инфлация след въвеждане на валутния борд. Активизирането на кредитните институции се базира на приватизацията на банковия сектор, либерализирането на движението на капитали и финансовите иновации. (Йотов, 2008, стр. 55)

В световен план наблюдаваме бързо активизиране на кредитните институции в ипотечното кредитиране и след периода 2014–2015г., въпреки въведените нови международни банкови регулации. Банките се стремят да запазят лидерски позиции в ипотечното кредитиране и стават все по агресивни, което направи пазара на недвижими имоти много динамичен. Тази

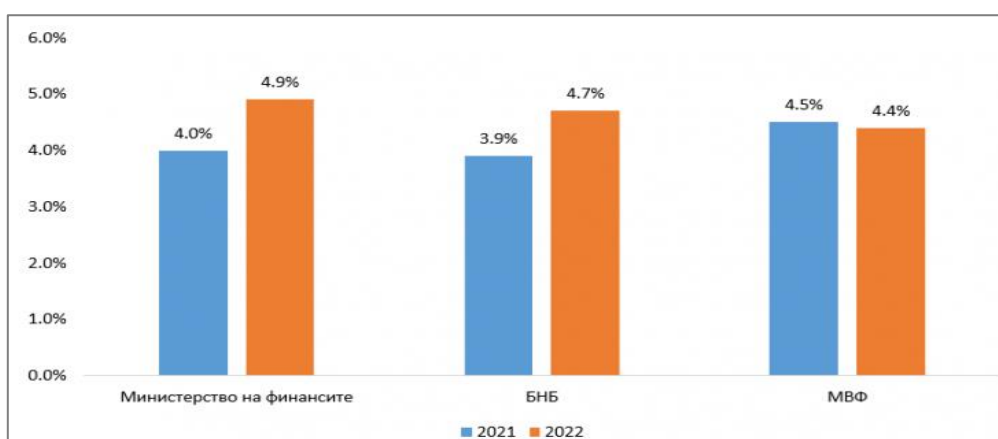
тенденция се запазва у нас и по време на пандемията, когато се регистрира свръх кредитиране за покупка на жилища през 2020–2021 г. Търсенето на недвижими имоти не намалява дори и в условията на икономическа рецесия, По данни на БНБ – само за юли 2021 г. в България са изтеглени от кредитните институции нови 180 млн. лв. ипотечни кредити като общия размер вече достига 13.125 млрд. лв. и годишното увеличение вече е 15.1%. Това динамизира развитието на пазара на недвижими имоти във всички областни градове, но най вече в десетте най-големи градове в България като лидер в този процес е столицата. Промяната в това поведение на занижаване на критериите при ипотечното кредитиране от кредитните институции у нас – при тяхната добра ликвидност и голямата конкуренция – може да се промени с повишаване на контрола от БНБ.

Големите депозити на населението и ниските лихви по тях кара домакинствата да търсят инвестиции в недвижими имоти. Затова само от началото на 2021 г. до септември са инвестирани вече над 6 млрд. лв. като раздадените ипотечни кредити от тях са на стойност 1 млрд. лв. Тази активна инвестиционна политика в закупуване на жилища се изразява в следната статистика – само в столицата броя на закупените, празните апартаменти достига цифрата от 200 000.

Има ясно изразени, световни тенденции на дългосрочно кредитиране при закупуването на недвижими имоти, с лесен достъп до евтино финансиране и активни политики на антикризисните държавни стимули за икономиките в условията на пандемия се наблюдава в САЩ, Канада, Великобритания, страните от еврозоната, Австралия, Нова Зеландия.

Тази възходяща тенденция на имотния пазар се наблюдава и у нас като сделките с недвижими имоти през първото полугодие на 2021 г. са с 14% повече спрямо същия период на 2019 г., а ръстът на цените за 2020г. е над 8-10% годишно, главно поради по-голямото търсене от предлагането като през 2021 г. в столицата този ръст вече достига 20-30%

Можем да направим няколко важни *извода*, свързани с това дали, ще се спуска скоро „ценовият балон“, който кредитните институции създават с агресивното кредитиране при закупуването на недвижими имоти в големите градове и столицата. Ако анализираме няколко десетилетия от края на 20-и и началото на 21-и век, ще видим, че развитието на пазарът на недвижими имоти запазва една трайна цикличност и предсказуема тенденция през 15-18 години, когато той достига своя връх в развитието, което дава стимул и на строителния сектор.



Фигура 5. Реален ръст на БВП, 2021 г. и 2022 г.

Промяна в това циклично развитие може да донесе само глобална икономическа криза, която да предизвика масови фалити на финансови и нефинансови предприятия, с голяма безработица. През 2021 г., в България, въпреки пандемията и икономическата рецесия се наблюдава етапа на Оживление/свръхпредлагане, което означава, че цените на недвижимите имоти могат да растат до 2025 г., въпреки че вече има „ценови балон“, подкрепен от кредитните институции, които ще продължат с годишен ръст от 15-25% в жилищното кредитиране при устойчиво ниски лихвени равнища. Такива са очакванията у нас, според направени анализи на база на публикуваните сходни данни и макроикономически прогнози на Министерството на финансите, Българска народна банка и Международният валутен фонд за основните икономически показатели през 2021 и 2022 г. (Виж фиг. 5).

Анализите от последната финансова криза показват, че ЕЦБ и в частност БНБ трябва да овладеят този процес като ограничат обема от високорисковите ипотечни кредити, които кредитните институции могат да предлагат, тъй като домакинствата поемат все по-повече дълг за закупуване на къщи и цените на имотите в големите европейски градове и столиците вървят рязко нагоре – над 8-10% годишно. Очаква се новите регулации на ЕЦБ, спуснати към централните банки на страните от ЕС да накарат имотните пазари да охладят „балона“. В международен план - такива мерки вече се взимат от Централната банка в Китай, където цените на имотите в Шънджън, например, нараснаха с 16% през 2020 г. Подобно е положението и в Нова Зеландия, където се затегнаха регулациите за ипотечно кредитиране, след като средните цени на жилищата достигнаха нов рекорд като нараснаха с 23% на годишна база през февруари 2020 г. В Австралия, Нидерландия и Дания цените на недвижимите имоти също достигнаха нови рекорди.

ГЛАВА ВТОРА

МЕЖДУНАРОДНИТЕ РЕГУЛАТОРНИ СТАНДАРТИ И ТЯХНОТО ОТРАЖЕНИЕ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ И ПОКРИТИ ОБЛИГАЦИИ

Промяната в нормативните регулации на ипотечното кредитиране в САЩ за закупуването на недвижим имот започва с подписването от президента Х. Хувър (1929–1933) на Федерален закон за предоставяне на банкови заеми за закупуване на жилища като се учредява Банка за предоставяне на ипотечни кредити. Правителство стимулира допълнително този процес с подкрепа на програмата за „закупуване на собствен дом“, чрез съдействието на трите държавни агенции – „Фани Мей“ (Федерална национална ипотечна асоциация – FNMA, създадена през 30-те години), „Фреди Мак“ (Федерална корпорация за жилищни ипотeki – FHLMC, създадена през 1970 г.) и „Джини мей“ (Държавна национална ипотечна асоциация - GNMA). Те сти-

мулират допълнително кредитирането на жилища като изкупуват и секюритизират ипотеките, което дава възможност на кредитните институции, които отпускат ипотечни заеми постоянно да разполагат с „нов финансов ресурс“. Тази политика на държавната администрация на САЩ осигурява „изключителен бум на пазара при ипотечните кредити.“ *Дейността на двете компании – Фани Мей и Фреди Мак може да се характеризира с класифициране на ипотеките на различни безрискови и по-високорискови „пакети”, в зависимост от рейтинга, който имат (AAA или A++ и т.н.) – да отговарят на интересите на различните инвеститори – тези, които не обичат да рискуват и инвеститори, които търсят по-големи печалби в по-високорискови ипотеките (такива са CDO-тата – в тях инвестират хедж фондове и други рискови инвеститори).*

По този повод Алън Грийнспан споделя, че не е необичайно явление законодателите и регулаторите да се впускат в създаването на нови закони и правила в отговор на пазарни сринове, а получаващите се в резултат от това грешки често пъти не могат да бъдат отстранени с десетилетия. Бившия председател на Борда на Федералния резерв твърди, че законът „Глас-Стийгъл“, който през 1933 г. отдели бизнеса с поемане на емисии ценни книжа от търговското банкиране, се основава на погрешна история. Едва през 1999 г. законът „Глас-Стийгъл“ беше заменен със закона „Грам-Лийч-Блайли“, който възстанови толкова нужната гъвкавост на финансовите индустрии. Съзнанието от пагубните последици от прекомерната регулация и за нуждата от икономическа адаптивност нараства значително през последните години, смята Алън Грийнспан. (Грийнспан, 2008, стр. 436–437)

В съвременните регулации, кредитните институции имат отговорността да отпускат ипотечни кредити със задължителни имуществени застраховки на обезпеченията, като в различни банки съществува и разлика в застрахователните суми, изисквани при имуществените застраховки. Тези застраховки гарантират по-голяма сигурност на кредитните институции при отпускането на ипотечни заеми. Имотът обикновено се застрахова за сума,

близка до размера на кредита. Идеята е – при настъпване на застрахователен риск (неплатежоспособност на кредитополучателя) - застрахователят да изплати на банката обезщетение до размера на дължимия кредит. *Ипотечното застраховане се превръща в основен фактор за развитието на съвременното ипотечно кредитиране и пазара на недвижими имоти. То намалява риска за кредитора, като прехвърля част от кредитния риск извън банковата система. Ипотечното застраховане улеснява достъпа до кредит за клиентите и дава възможност за постигане на по-добри условия за кредитиране на потребители с по-ниски доходи.*

Правителствената подкрепа в САЩ за „закупуването на собствен дом“ и голямата конкуренция между банките при ипотечното кредитиране в едни силно либерални условия, както и желанието за по-бърз финансов оборот са в основата за възникването на секюритизацията на кредити (респ. на ипотечни облигации). Това е процес, при който кредитната институция, която е отпуснала ипотечния кредит, извършва продажба на вземанията по него на акционерни дружества със специална инвестиционна цел, като реализира известна печалба от сделката. Така те „продават“ неликвидни активи и с постъпленията, от тях могат отново да инвестира в отпускането на нови кредити. Тези финансови институции, които са учредител на тази сделка, създават портфейл от материални или финансови активи, които са като обезпечение на издадените срещу тях ликвидни ценни книги (акции или облигации). Тези ценни книжа се предлагат за закупуване на инвестиционни дружества, с обещание за добра доходност и нисък риск. Това определя секюритизацията като процес на превръщане на пряка собственост върху недвижим имот в собственост върху акции в дружество, което притежава пряко имота. Тя дава възможност за по-ниските разходи по прехвърлянето на права върху активите и осигурява добра ликвидност на тези активи. Големият интерес от институционалните инвеститори към секюритизирането на ипотечи от кредитните институции им осигурява нов финансов ресурс за нови ипотечни кредити и силна подкрепа на процеса на секюритизация и на

вторичния пазар на ипотечни облигации. Този процес превръща прехвърляемите ипотечни облигации в много търсен финансов актив на вторичните пазари като ценни книжа, обезпечени с пакет от стандартизирани ипотечи, който гарантира добра доходност при сравнително „нисък риск“.

Като много иновативен метод за кредитиране се смятат високорискови ипотечни кредити с вторична ипотека (subprime mortgage). Първоначално те се отпускат с по - високи лихви на клиенти с нисък кредитен рейтинг, но с годините тази разликата в лихвите между първичните и вторичните ипотечи значително намалява. Друга съвременна алтернатива на стандартните ипотечни кредити е издаването на ценни книжа върху събраните ипотечи (MBS - Mortgage backed securities) като възвращаемостта на тези ценни книжа зависи от възвращаемостта от раздадените ипотечни кредити. Така структурираният продукт се предлага в различни рискови норми в зависимост от желанието на инвеститорите като за най-безрисков продукт се приема този, който е застрахован при 3-то лице, което ще изплаща дивидентите при невъзможност на издателя на ценните книжа (CDS - credit default swaps).

Това дава основание на кредитните агенции да завишат кредитните рейтинги на тези рискови ценни книжа до AAA (отличен). Това определя големия бум при продажбите на този продукт и за периода от 2004 г. до кризата от 2008 г.- 21% от всички отпуснати ипотечни заеми в САЩ са били високорискови ипотечни кредити.

Като подкрепа на кредитните пазари и световната икономика след кризата от 2008–2009 г., са приетите нови международни банкови регулации, както и политиката на Федералния резерв в САЩ, който продължава да изкупува ипотечни облигации, като към края на 2020 г. държи такива облигации на обща стойност 2 трлн. долара в счетоводния си баланс и тази активност трябва да продължи за да няма трусове на финансовите пазари и икономиката. Фед „запазва традицията“ и изкупува ипотечни облигации всеки месец като нетна цифра е около 40 млрд. долара.

В отговор на настъпилите процеси, след финансовата криза от 2009 г. Базелският комитет по банков надзор прие Базел III от 1 януари 2014 г., като нов, по-висок международен регулаторен стандарт, представляващ: „комплекс от по-радикални правила за банковата система, които да подобрят качеството и прозрачността на капиталовата база, ликвидността на банките и да създадат капиталови буфери за по нисък риск от банкрут“. Целта на ограниченията за кредитните институции и инвеститорите е „по-ефективно покриване на рисковете, произтичащи от използването на сложни финансови инструменти“. (Милинов, В. и колектив, 2015, стр. 100)

Базел III въвежда два нови международни стандарта за ликвидност. Това са: Коефициент на ликвидно покритие и коефициент на нетно стабилно финансиране. Първия е насочен към регулирането на ликвидността в краткосрочен аспект, а втория – в дългосрочен хоризонт. Коефициентът на ликвидно покритие (КЛП) изисква от банките да формират „запас (буфер)“ от високо ликвидни активи в размер, който да е достатъчен във всеки момент да покрие нетното изтичане на пари (разликата между входящи и изходящи парични потоци) в рамките на краткосрочен времеви интервал до 30 дни при сценарий ликвидна криза. (Вътев, 2015, стр. 127-128)

С приемане на европейската Директива 2014/17/ЕС от 04.02.14 г. се поставя амбициозна цел, свързана с по-добрата защитата на правата на потребителите на финансови услуги и защита на финансовата и банковата стабилност на страните членки на Европейския съюз. Хармонизирането на нормативната уредба след 2014 г. на национално ниво, с новата европейска регулаторна рамка продължава с промените в Закона за потребителския кредит (ЗПК), свързани с отпадането на таксите за предсрочното погасяване и за усвояване, управление на кредитите, както и възможността на кредитоискателя да отговаря до размера на ипотекирания имот по общия ред на ЗЗД като пазарния риск от срив на цените на ипотекирания имоти при локални или глобални кризи, ще бъде изцяло към кредитните институции. Хармони-

зирането на националното законодателство с новите европейски банкови регулации продължи с приетия през 2016 г. Законът за кредитите за недвижими имоти на потребителите (ЗКНИП). Този закон дефинира точно „нови възможности за предоставяне на кредити за недвижими имоти на потребители, условията и реда за регистрация на кредитните посредници, контрола върху тях и регулаторната правна рамка за отпускането на две категории ипотечни кредити: 1) за закупуване на недвижими имоти като кредити, обезпечени с ипотека или друго сравнимо обезпечение върху недвижим имот и 2) кредити, чиято цел е придобиване или запазване на вещно право върху недвижим имот като законът, ще се прилага и при договори за кредит, предназначен за ремонт в случаите, когато са обезпечени с ипотека.

На от 27 ноември 2019 г. в Европейския парламент, се приема Директива (ЕС) 2019/2162, която регламентира емитирането на покрити облигации и публичния надзор върху тях като се изменят директиви 2009/65/ЕО и 2014/59/ЕС. Директива (ЕС) 2019/2162 има за цел да хармонизира не само условията за инвестиране и надзор, но и условията за емитирането на покрити облигации, което да премахне различията или отсъствието в националните уредби за дефиницията „покрити облигации“, начина на тяхното емитиране и различната степен на защита на инвеститорите, което ще осигури интегрирането на европейски пазар на покрити облигации, с нисък риск за финансовата стабилност и единни нива на защита на инвеститорите. *Трябва да акцентираме върху факта, че процесът на създаване на покритите облигации като дългов инструмент, който е много близък до ипотечните облигации, датира в Прусия още преди 150 години, с възможността за различно обезпечение – което да не е само чрез ипотечни кредити, а и от други кредити.* Използват се в по-голяма част от европейските държави като основен източник за изгодно дългосрочно финансиране на кредитните институции, който осигуряват по-високо ниво на сигурност за инвеститорите. С възможните постъпления от различни емисии покрити облигации може да се финансира отпускането на нови жилищни и търговски ипотечни кредити,

свързани с дейността на фирмите като залагат собствени недвижими имоти за финансиране на различни свои бизнес проекти.

С приемането на Директива (ЕС) 2019/2162, която трябва да бъде въведена в законодателството на държавите от ЕС до 8 юли 2021 г. и да се прилага от 8 юли 2022 г., означава, че трябва да се състави проект за Закон за покритите облигации, с който да задължим кредитните институции в България да използват покрити облигации, съгласно новата европейска законодателна рамка. Това чувствително, ще разшири пазарите на покрити облигации в Европа и възможностите на институционалните инвеститори да инвестират при нисък риск в реалната европейската икономика. Разширяването на кръга от инвеститори извън Европейския съюз допълнително, ще стимулира този процес. Очакванията са – с правното хармонизиране на основните характеристики на покритите облигации, емитирани от кредитните институции в ЕС и националните нормативни рамки на страните членки „да се гарантира пруденциална надеждност и по-добра защита на институционалните инвеститори, което трябва да разшири състава на инвестиционния интерес извън инвестиционните и централните банки“.

Със създаването на такъв нормативен проект в България (проекта на Закон за покритите облигации – в края на 2021 г.) и влизането в сила на Закона за покритите облигации – от 8 юли 2022 г., трябва да се хармонизират не само правилата за емитиране на покритите облигации и правомощията на специализирания надзорен орган, но и правила за обмен на информация и сътрудничество с други компетентни национални и чуждестранни административни органи като отговорностите за контрола, чрез БНБ или КФН, съгласно европейската директива вменява допълнителни задължения.

С очакваната промяната в нормативната уредба у нас, след влизането в сила на Директива (ЕС) 2019/2162 на Европейския парламент и на Съвета от 27 ноември 2019 г., се очаква да се повиши интереса към инвестициите в покрити облигации у нас, което ще има важна обществено-ико-

номическа роля като стимулира кредитните институции и институционалните инвеститори към по активно участие на капиталовия пазар, въпреки че в началото на 21 век не можем да се похвалим с голям интерес на кредитните институции у нас към възможностите за директно финансиране от българския капиталов пазар, чрез емисии на ипотечни облигации. Съгласно публикувания „списък на емисиите, търгувани на Българската фондова борса – София“, в края на 2007 г. на пода на БФБ са регистрирани за търговия само 12 емисии ипотечни облигации, издадени от 7 банкови институции с общ номинал малко над 137 млн. евро, където се предлагат единствено неделими ипотечни облигации (min Pass through).

Политиката на ЦЕБ и БНБ към поддържане на ниски лихвени равнища е в основата на мащабна ипотечна кредитна експанзия на банките в Европа и създава възможност за вече познато явление от кризата през 2009 г. – балонизирането на цените на жилищата, най вече в големите европейски градове и столиците. Нарастване на цените на имотите е свързано с по голямото търсене, добри кредитни условия, следствие на намалението на лихвените проценти по ипотечните кредити, стабилизирането на доходите на населението и ниската инфлация.

Покритите облигации, с тези характеристики на двойно обезпечение и добра доходност, подобно на ипотечните облигации в САЩ в началото на 21-и век, могат лесно да се превърнат в „нов хит на финансовите пазари“ – предпочитан финансов актив сред институционалните инвеститори защото имат гарантирана сигурност – на фона на ниската доходност от инвестиции в ДЦК или депозити. Кризата от 2009 г. доказва, че в определена ситуация на пазара, глобалното инвестиране в такива финансови активи като „покритите“ ипотечните облигации, дори и с нисък риск – може да се окаже грешно решение за инвеститорите при настъпване на тежка финансова и икономическа криза, която задължително засяга пазара на недвижими имоти и банковия сектор, а такава възможност съществува – в условията на пандемия и продължителна рецесия с неясен хоризонт.

ГЛАВА ТРЕТА

УПРАВЛЕНИЕ НА КРЕДИТНИЯ И ИНВЕСТИЦИОННИЯ РИСК ПРИ ИПОТЕЧНИТЕ И ПОКРИТИТЕ ОБЛИГАЦИИ

Как е възможно да се формира инвеститорско очакване за бъдещата доходност и риск? Вариантите са много, но най-често използвани в практиката са два подхода с различните им модификации:

Първият подход се базира на възгледа, че движението в цените на активите зависи от друг фактор или фактори, за които може да се направи експертно оценяване. Много често доходността и нейното вероятностно разпределение е обвързано например със сценарии относно цената на активите при различни състояния на икономиката – силна рецесия, застои, нормален растеж, икономически бум. Инвеститорите не знаят със сигурност дали икономиката, ще расте бързо, бавно или ще е в рецесия – не знаят и каква доходност, ще носят инвестициите им. Поради това решенията за инвестиране се съобразяват с очакванията за бъдещото икономическо развитие.

Вторият подход се развива върху виждането, че бъдещето е повторение на историята с малки изменения. Ако съществува достатъчно информация за движението на доходността на активите в миналото, това може да послужи за формиране на очакване за бъдещата доходност. (Проданов, Ст. и др., 2007, стр. 229–231)

В световната финансова литература проблемите за инвестирането си остават едни от централните, като касаят сферите на инвестиране, структурата на инвестициите, оценката на капиталовите активи. Въпреки това – не могат да се открият универсални принципи, които да се използват при всеки конкретен случай на инвестиране, за да се осигури най-висока доходност, като при това рискът се сведе до минимум. Световната финансова криза доказва, че смятаните за „безрискови инвестиции“ в активи като тези свързани с вторичните ипотечни облигации, могат да доведат много инвестиционни фондове, банки и компании до големи загуби и фалити. Финансовия свят за един кратък период се промени коренно, като много от големите компании

се сляха помежду си, други бяха обявени във фалит и разпродадени на конкуренцията. Изпадането в несъстоятелност на длъжници към банки доведе до плащане на големи неустойки от застрахователите на ипотеките.

Търговията с *ипотечни облигации* е свързана с няколко специфични риска. Те са:

- Кредитен риск – ипотечните облигации се контролират със специален закон по отношение на банката-емитент и обезпечението по ценните книги (тук попада вида на имот, рисковата класификация на отпуснатите кредити, необремененост с тежести, ликвидност на обезпечението и т.н.), което е основание за по-ниския кредитен риск в сравнение с корпоративните облигации;
- Лихвен риск – по-ниския кредитен риск при ипотечните облигации, определя те да носят по – нисък лихвен риск от корпоративните и съответно, по-висок риск от държавните ценни книжа (ДКЦ);
- Ликвиден риск – в сравнение с пазара на държавните ценни книжа, пазара на ипотечни облигации в Р. България е слабо ликвиден. Възможности за по-добро развитие за в бъдеще е специалната нормативна база и наличието на обезпечение.
- Пазарен риск – той зависи най-вече от промените в лихвените проценти.

Мениджърският екип трябва да се извърши комплексно и систематизирано анализиране на риска, при инвестиционната дейност на инвеститорите в ипотечни облигации, както и по отношение на съпровождащите я рискове. Теоретичните проблеми при разработката, ще се анализират с цел формулиране същността на категориите “инвестиционен риск” и “възвръщаемост”. Приложният аспект ще се изразява в ретроспективно-диагностичен и прогностично-идентификационен анализ на съотношението „риск-възвръщаемост” като основен индикатор на инвестиционната дейност на инвестиционните дружества и портфейлното представяне на инвестиционните фондове. По-конкретно ще бъде проведен комплексен финансов анализ на

инвестиционната дейност на инвестиционните дружества и оценяване портфейлното представяне на инвестиционните фондове в условията на криза, като акцентът ще се постави върху риска и възвръщаемостта, въз основа на който ще се формулират конкретни изводи относно ефективността на инвестициите, перспективите, ролята и мястото на инвестиционната дейност за повишаване устойчивостта и конкурентоспособността на инвестиционните фондове у нас.

Институционалните инвеститори (инвестиционни банките, застрахователните компании, инвестиционните, пенсионни фондове и др.) имат водеща роля в рамките на паричните и капиталовите пазари. Управлението на техните инвестиции се основава на принципа за оптимизиране на съотношението „риск – възвръщаемост”, което означава оптимално съотношение на висока доходност и ниско равнище на инвестиционния риск. Това би трябвало да ги възпира от вложения в рисковите сфери на бизнеса, а анализът на инвестиционния риск да заема все по-важно място в условията на една нова епоха на турбулентност в световната икономика. Риск-мениджърите извършват своята дейност в една динамична среда с множество неизвестни рискове, което прави процеса на управление на риска и вземането на управленски решения да обхваща етапите от идентифицирането на риска до неговата оценка, третиране и мониторинг. Анализът на рисковите събития и идентификацията на риска може да се свързва с редица съображения при управлението на инвестиционен процес. Инвестиционната дейност е типичен рисков процес, при който възникват потенциални и често непредвидими рискови събития в условията на динамично технологично развитие и представяне на все по-усъвършенствани финансови продукти. Затова изследването на инвестиционния риск трябва да се осъществява на всеки етап от изследването – до неговото приключване за да се ограничи негативния ефект от появата на потенциални рискови събития. Това задължава съвременния риск мениджмънтът да използва най-ефективните количествени методи за оценка на релацията „риск-възвръщаемост”.

Анализите показват, че в края на 20-и и началото на 21-и век интереса на институционалните инвеститори към облигациите става все по голям като основната причина може да се посочи – навлизането в ерата на хаотика и епохата на турбуленция, където икономическите възходи и кризите, ще са много по-чести. Държавните ценни книжа и ипотечните облигации дават по-голяма сигурност на инвестициите в тях, с добра доходност и нисък риск.⁴

Изследванията показват, че общата номинална стойност на емитираните в САЩ и Япония облигации превишават значително пазарната стойност на всички търгувани акции в рамките на посочените пазари. Това обяснява голямата значимост на дълговите инструменти в сферата на корпоративния живот, фирменото финансиране и инвестиционния мениджмънт, което налага развитието на съвременните теории за диверсифициране на инвестиционния риск при инвестирането в ипотечни облигации, както и за развиването на технология и за тяхното оценяване. Подобно на всички други активи и стойността на облигациите в нейния общ случай се формира от сумата на сегашните стойности на очакваните по тях парични потоци. (Ганчев Ал., и колектив, 2018, стр. 221-222) (Виж формула 1).

$$(1) V_B = \sum_{t=1}^T \left[\frac{CF_t}{(1+r)^t} \right],$$

където:

V_B е стойността на една облигация;

CF_t е паричен поток по облигацията, възникващ в момент t ;

r - дисконтовият процент.

⁴ Пл. Пътев и Н. Канарян посочват в книгата „Управление на портфейла“ четири утвърдени стратегии за селекция на облигациите, а именно : имунизация, условна имунизация, индексирание и съчетаване на парични потоци. При имунизацията се минимизира реинвестиционния риск за определен инвестиционен хоризонт. Условната имунизация се състои от определяне на имунизирана целева доходност и минимална сигурна доходност, която да задоволява инвеститора. Съчетаването на паричните потоци се състои в конструирането на портфейл, който покрива плащанията по пасивите с паричните потоци от инвестициите, като стойността на портфейла намалява до нула след изплащане на всички пасиви. Индексиранието представлява конструиране на портфейл от облигации, които да имат характеристики на предварително избран облигационен индекс, който служи за еталон.

В зависимост от това дали облигациите са купонни или безкупонни, тяхното оценяване обаче има различна математическа конкретизация. Купонните облигации изплащат на своите държатели купонни плащания, като на техния падеж заедно с последното купонно плащане се изплаща и номиналната стойност на облигацията. По този начин стойността на една купонна облигация при известен дисконтов процент би била измери в уравнение (Ганчев Ал., и колектив, 2018, стр. 221-222) :

$$(2) V_B = \sum_{t=1}^{T-1} \left[\frac{C_t}{(1+r)^t} \right] + \frac{C_T + N_T}{(1+r)^T},$$

където:

C_t е купонното плащане в момент;

C_T – купонното плащане в момента на падежа или момент T ;

N_T – плащането по номинала на облигацията в момента на падежа.

От друга страна, безкупонната облигация има само един паричен поток – този на падежа, когато се изплаща номиналната и стойност. По този начин стойността на облигацията се свежда само до: (Ганчев Ал., и колектив, 2018, стр. 221-222)

$$(3) V_B = \frac{N_T}{(1+r)^T}.$$

Директната връзка между дюрацията и чувствителността на стойността на портфейла от облигации към лихвените проценти е важна за портфейлните мениджъри, които се опитват да извлекат допълнителна доходност, като приспособяват структурата на портфейла си измененията на пазарните лихвени проценти. Основният проблем, присъщ на управлението на портфейл от облигации, е свързан с получаването на доходност, която да отговаря на очакванията за инвестиционния хоризонт. На практика лихвените проценти непрекъснато се променят, което излага портфейлните мениджъри на лихвен риск. Този риск е съставен от два компонента – ценови риск и реинвестиционен риск като ценовият е риска от отклоненията на пазарните цени на облигациите от очакваните, поради промяна в лихвените

проценти в деня на инвестиционния хоризонт, а портфейлът от облигации е изложен на реинвестиционен риск, тъй като не се знае по какъв лихвен процент, ще се реинвестират купоните. Ако след закупуване на облигациите, лихвените проценти паднат, то купоните ще бъдат реинвестирани при по нисък процент от очакваното, което ще се отрази върху крайната стойност на портфейла, която ще бъде под очакваната. (Пътев, Пл., Н. Канарян, 2008, стр. 723)

По какъвто и начин да се диверсифицира инвестиционният портфейл не е възможно да се премахне напълно риска. Ето защо през 1966 г. Уилям Шарп, Джон Линтнер и Ян Мосин разработват специален модел за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model), който дава възможност да се даде количествен израз на инвестиционния риск и да се прецени очакваната възвръщаемост от инвестициите. (Sharpe, 1964)

Моделът по същество е сърцевина на съвременната портфейлна теория. Той дава точно предвиждане за зависимостта, която трябва да се наблюдава между риска на даден актив и неговата очаквана възвръщаемост. Тази зависимост изпълнява две важни функции:

- Осигурява еталонна норма на възвръщаемост, която може да се използва при оценяването на инвестициите;
- Дава възможност да се направи обосновано предположение за възвръщаемостта на активи, които не са публично търгувани.

В този модел е заложена идеята, че съществуват два типа инвестиционен риск: систематичен и несистематичен. Постулатът на този модел е, че несистематичният риск може да бъде елиминиран чрез диверсификация на инвестиционния портфейл, която обаче не може да премахне систематичният риск, дори ако портфейлът съдържа всички възможни ценни книжа, търгувани на пазара. В този смисъл моделът за оценка на капиталовите активи представлява начин за измерване само на систематичния риск.

В основата на модела за оценка на капиталовите активи стои така нареченият бета (β) – коефициент, който изразява зависимостта на акцията или облигацията от промените на пазара и се изчислява по следния начин:

$$(4) \quad \beta_i = \frac{Cov(r_i; r_m)}{\sigma_m^2},$$

където:

Cov е ковариацията (зависимостта) между пазарния портфейл и разглеждания актив;

r_m е очакваната възвръщаемост (доходност) на пазарния портфейл;

r_i - очакваната възвръщаемост на i -тия актив;

σ_m^2 - дисперсията (вариацията) на пазарния портфейл;

Зависимостта между очакваната възвръщаемост на дадена ценна книга и β – коефициента се изразява с равенството:

$$(5) \quad E(r) = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

където: r_f е безрисковата доходност (възвръщаемост).

При това съставляващите компоненти на уравнението имат следният смисъл:

$[E(r_m) - r_f]$ е размерът на пазарната рискова премия;

$\beta[E(r_m) - r_f]$ - очакваната рискова премия за всеки определен актив.

Пазарната цена на риска, т.е. допълнителната възвръщаемост, за да се поеме риска на портфейла, се дефинира по следния начин:

$$(6) \quad \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m^2}.$$

Пределната цена на риска, т.е. компромисът между нарастването на рисковата премия и нарастването на риска, се изразява с равенството:

$$(7) \quad \frac{\Delta E(r)}{\Delta \sigma^2} = \frac{E(r_m) - r_f}{2\sigma_m^2}.$$

Разликата (+/-) между действителната и очакваната норма на възвращаемост на даден вид акции или облигация се нарича алфа (α).

Моделът за оценка на капиталовите активи също не може да се характеризира като съвършен. Той съдържа недостатъци на теоремата за прерастване на инвестиционните решения във финансови. Освен това в него отново са включени хипотетични понятия, като пазарен портфейл и безрисков актив. Практически в него се обвързва нормата на възвръщаемост на активите с един фактор – пазарната рискова премия, а това ограничава анализа, защото върху нормата на възвръщаемост влияят и други фактори. (Пътев, Пл., Канарян, Н. 2008, стр. 255-320)

Въпреки това моделът за оценка на капиталовите пазари е полезен и се използва доста често във финансовата област. Инвестирайки, инвестиционните фондове трябва да имат информация за бета-коефициентите на различните ценни книжа и преценяват, че включвайки в портфейла си ценни книжа с по-високи бети, те поемат и по-висок риск, тъй като възвръщаемостта на тези акции ще се изменя повече в сравнение с пазара като цяло. И обратното, включвайки в портфейла си ценни книжа с по-ниски бети, те трябва да очакват по-малък риск и съответно по-ниска доходност от този портфейл.

В хода на изследването и анализа на равнището на риска и доходността, те трябва задължително да се характеризират количествено. Освен разгледания бета – коефициент, особена популярност сред финансовите мениджъри имат следващите алгоритми (Проданов, Ст. и колектив, 2009) (Пътев, Пл., Канарян, Н. 2008).

Когато даден инвеститор прави определена инвестиция с времеви хоризонт N години и нейната начална стойност възлиза на V_0 , а крайната – V , **доходността (възвръщаемостта)** за период от N години, отразена със символа r , се изчислява като отношение на стойността на инвестицията в края на периода към нейната стойност в началото, намалено с единица:

$$(8) \quad r = \left(\frac{V}{V_0} \right) - 1.$$

В случая между участващите в предходната формула компоненти удовлетворяват следното равенство:

$$(9) \quad V_0 \times (1+r) = V.$$

Стойността на дадена инвестиция в края на периода се определя в зависимост от следните два фактора:

- продажната цена на дадения инвестиционен инструмент след N години;
- величината и условията за реинвестиране на доходите, постъпващи от дадената инвестиция през тези N години.

Тъй като крайната стойност V не е известна, **възвръщаемостта се разглежда като очаквана величина** и се изчислява със следната формула:

$$(10) \quad r = \left(\frac{E(V)}{V_0} \right) - 1,$$

където: $E(V)$ е математическото очакване на случайната величина V , т.е. очакваната стойност на инвестицията в края на нейния период.

Формулата за изчисляване на **очакваната стойност на инвестицията в края на периода** има следният вид:

$$(11) \quad E(V) = P_1V_1 + P_2V_2 + \dots + P_nV_n,$$

където:

$i = 1, 2, \dots, n$ са всички възможни значения на стойността на инвестицията в края на периода;

P_i - вероятността, че в края на периода стойността на инвестицията ще е равна на V_i ;

При анализа на възвръщаемостта на инвестициите трябва да се има предвид, че очакваната доходност отчита факторът “неопределеност на крайната стойност V ” и дава оценка за средната величина на доходността за разглеждания период от N години. Инвестиционният риск се съдържа във възможното отклонение на действителната доходност от изчислената по предходния метод очаквана възвръщаемост. За неговата количествена оценка най-разпространени и достъпни показатели са стандартното отклонение и дисперсията на доходността. Ако например за облигациите, в които ще инвестира за срок от N години дадено инвестиционно дружество, са известни техните значения за доходност, **дисперсията** (σ^2) като измерител на статистическото разсейване, ще се изчисли със следната формула:

$$(12) \quad \sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^N (r_i - \bar{r})^2}{N}.$$

Стандартното отклонение (σ) представлява корен квадратен от значението на дисперсията.

$$(13) \quad \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (r_i - \bar{r})^2}{N}}.$$

Средното равнище на доходността (\bar{r}) се изчислява като средна аритметична непретеглена величина със следната формула:

$$(14) \quad \bar{r} = \frac{\sum_{i=1}^N r_i}{N}.$$

Статистическата теория твърди, че посочената формула за дисперсията на възвръщаемостта занижава в известна степен нейната оценка, тъй като при изчислителната работа не се използва действителното средно значение на доходността, а репрезентативното, което се намира в центъра на извадката и затова отклоненията от него и репрезентативните данни средно

са по-малки, отколкото ако са изчислени от действителното средно значение на променливата. Затова е по-правилно да се използва формулата на Бесел за данни от малка извадка (например под 30 случая), в чийто знаменател годините се намаляват с единица.

$$(15) \quad \sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^N (r_i - \bar{r})^2}{N-1}.$$

Дисперсията на доходността с посочените формули се определя на базата на данни за минали периоди, но за практически цели се налага да се оценява инвестиционният риск в бъдеще и тогава се използват прогнозни значения за бъдещата доходност и по тази причина дисперсията на доходността се изчислява като случайна (вероятностна) величина.

$$(16) \quad \sigma^2 = \sum_{i=1}^n P_i \times (R_i - E(R))^2,$$

където: $E(R) = P_1 R_1 + P_2 R_2 + \dots + P_n R_n$,

където:

$R_i, i = 1, 2, \dots, n$ са всички възможни значения на доходността на инвестиция R в края на периода;

P_i - вероятността, че в края на периода доходността на инвестицията ще е равна на R_i ;

$(R = R_i), i = 1, 2, \dots, n$;

Освен че дисперсията характеризира степента на разсейване около средното значение на очакваната възвръщаемост, тя притежава още едно полезно свойство, наречено „справедливо неравенство на Чебишев“:

$$(17) \quad P\{S\} \{ |R - E(R)| \geq \varepsilon \} \leq \sigma^2 / \varepsilon^2,$$

където:

$P\{S\}$ е вероятността на събитието S ;

R – доходността;

$E(R)$ - очакваната доходност, т.е. математическото очакване на доходността;

ε - произволно положително число.

Горното неравенство означава, че колкото по-малка е дисперсията, респективно – средното квадратично (стандартното) отклонение, толкова по-малка е вероятността, че действителната доходност ще се отклонява от очакваната доходност със значението на величината ε .

В същността на формулата за изчисляване на дисперсията, респективно на стандартното отклонение, е заложено правилото да се отчитат както негативните значения на доходността, които са по-малки от очакваните, така и позитивните определения, когато доходността приема значения по-големи от очакваните. По принцип обаче инвеститорът се интересува най-вече от негативните резултати, които всъщност са в основата на неговия инвестиционен риск. Затова на практика при оценка на риска се използват и други популярни подходи, които могат да бъдат определени като алтернативни :

- **вероятност за непълна възвръщаемост**, т.е. вероятност доходността на съответната инвестиция да се окаже по-ниска от очакваната;

- **средна непълна възвръщаемост**, изчислена от отклоненията на доходността на дадената инвестиция под очакваната доходност;

- **полудисперсия**, за чието изчисляване се използват само онези възможни възвръщаемости, които са по-ниски от очакваната доходност, т.е. при които $R_i < E(R)$.

- **коефициентът VaR (valueatrisk)**, показващ максималната сума, която може да изгуби даден инвеститор през определен период от време с дадена вероятност.

В България колективното инвестиране се развива твърде късно – в края на XX и началото на XXI век с процесите на масовата приватизация и

създадените тогава приватизационни фондове. През 2002 г. в България съществуват едва три действащи колективни инвестиционни схеми. С растежа реализиран на Българската фондова борса – София и главно с промените в Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) от 2005 г. се популяризират инвестициите в ценни книжа. Според данни на Българска народна банка (БНБ) към края на 2009 г. на територията на България вече съществуват 255 инвестиционни фонда. (<https://www.bnb.bg/>, н.д.)

Класическите измерители за оценка на портфейлното представяне са продукт на портфейлната теория в нейния фундаментален вид като използва достиженията и основните и постановки. Поради това измерителите, влизащи в тази група са обичайно приложими най-вече към конвенционални колективни инвестиционни схеми и по-малко от хедж фондовете. (Ганчев, 2012, стр. 126-127) Силен тласък в развитието на теорията за оценяване на портфейлното изпълнение дава разработването на модела за оценка на капиталовите активи (САРМ) като неговите концепции, свързани с връзката между доходността на безрисков актив, рисковата премия в икономиката, коефициента бета и т.н., са в основата на разработването на коефициента на Треупор от 1965г. (Треупор, 1965, pp. 63-75)

Това е и първият количествен инструмент за анализ на представянето на инвестиционните фондове. Наличието на безрисков актив в икономиката кара Треупор да промени традиционното отношение „доходност/риск“, с което на първоначално и много интуитивно ниво може да бъде оценен един инвестиционен портфейл. За него важна е не абсолютната доходност за единица риск, а дали поетия риск е адекватно компенсиран с доходност над тази на алтернативна инвестиция – например безрисковия актив:

$$(18) \quad T = \frac{r_p - r_f}{\beta_p},$$

където:

T е коефициентът на Треупор,

r_p – доходността на портфейла;

r_f – безрисковата доходност;

β_p – коефициентът бета на портфейла.

Както се вижда от уравнението за рисков измерител в коефициента на Треупор се използва коефициента бета на оценявания портфейл. Това е логично с оглед на факта, че според постановките на САРМ несистематичния риск може да бъде отстранен чрез диверсификация, докато това не е възможно за риска за систематичен характер, което показва, че negliжирайки несистематичния риск коефициентът на Треупор става обективно неспособен да оцени недобре диверсифицирани портфейли. (Ганчев, 2012, стр. 126-127)

Изложените накратко теории и методи за формиране на инвестиционния портфейл и за оценка на възвръщаемостта и инвестиционния риск с успех могат и трябва да бъдат използвани в инвестиционната дейност, защото те са доказали своята практическа ефективност и могат да допринесат за оптимизиране на инвестиционните портфейли на инвестиционните дружества, минимизирайки своя инвестиционен риск, като ги съобразяват с конкретната финансово-икономическа ситуация – инфлация, фондови борси, икономическа конюнктура и т.н.

Инвестиционният портфейл - в условията на криза трябва да бъде в известна степен по-консервативен и много добре диверсифициран. Кризата засегна сериозно онези инвеститори, чийто инвестиционни портфейли не бяха добре позиционирани, не оптимизираха своите разходи, бяха инвестирали в недоходни активи и в CDS (CreditDefaultSwaps) и не редуцираха стойността на своя инвестиционен портфейл.

В заключение можем да направим извода, че основно предизвикателство на финансовите мениджъри в условията на криза е запазването на собствените средства на компаниите. Много финансови инструменти по време на криза изчезват или се обезценяват, а фондовият пазар много често е неп-

розрачен и спекулативен. В условията на пандемия и икономическа депресия с неясен хоризонт, инвестиционните дружества трябва да провеждат грамотна и гъвкава финансова политика, в това число оптимално управление на разходите и преразглеждане на своята инвестиционна политика с цел минимизиране на инвестиционния риск и повишаване равнището на възвръщаемост.

Всички в обществото осъзнават и приемат обективната потребност от държавна намеса и регулация на стопанския живот. Различията обаче идват, когато се дискутират въпросите за мащабите, насоките и инструментите на държавното вмешателство. Те произтичат от научните анализи и практическите наблюдения на политици, граждани и неправителствени организации. Ето защо критиката към ефектите от държавната намеса може да се разграничи на :

- фундаментална, която разкрива генетични дефекти в стопанската намеса на държавата и
- емпирична, която се базира на наблюдения и оценки на икономисти, политици и граждани. (Манлиев, 2009, стр. 55).

По този повод трябва да посочим лихвената политика на Федералният резерв след 2000 г., който намалява рязко федералния лихвен процент (federal funds rate) от 6,5% до 1%. Това променя интереса на инвеститорите да купуват предимно държавни ценни книжа, които вече не носят добра доходност. В ипотечните облигации те намират друга относително безрискова инвестиция, с добра доходност. Ако трябва да обобщим с няколко изречения, какъв е повода за финансовата криза през 2008-2009 г. може да кажем, че това е ефект от активна държавна намеса в процеса на секюритизацията в САЩ, който търпи бързо развитие след активната подкрепа на Държавната национална ипотечна асоциация (GNMA), която става гарант по плащанията на създадените в инвестиционни пакети - стандартни ипотечни кредити, като станахме свидетели на истински бум в разпространението на този нов

вид финансов инструмент – обезпечаваните с ипотеки ценни книжа (ипотечни облигации), а след това – активното търгуване на вторичните ипотечни облигации. Активна роля в процеса на секюритизация имат инвестиционни и търговските банки като самата конкуренция между кредитните институции засилва този процес. Еднотипни ипотечни заеми, със застраховка на AIG са се секюритизирали от инвестиционните банки на Уолстрийт и са се продавали на инвеститори от цял свят с печат „AAA” на престижни рейтингови агенции, като "Стандарт енд пуърс" (Standard & Poor's), "Мудис инвесторс сървис" (Moody's Investors Service), "Фич" (Fitch IBCA).

Според Ф. Мишкин, *„секюритизацията е процес на трансформиране на неликвидни финансови активи каквито са жилищните ипотеки в прехвърляеми инструменти на капиталовия пазар”*, а немският икономист Михаел Либиг, *определя структурната секюритизация като една от причините за започналата в САЩ ипотечна криза*. Чрез създаването се илюзорно усещане за безрискова инвестиция – структурната секюритизация въвежда масова практика за изваждане на ипотечните кредити от баланса на банките, веднага след отпускането им. Продавайте ги в т.нар. „секюритизирани” пакети, банките избягват кредитния риск и си осигуряват нови налични средства за нови кредити, след което да „секюритизират” и тях, и т.н.“ Този процес създава измамно усещане за съществуването на „универсална схема за ликвидиране на риска, която дава възможност за ускоряване на финансовия оборот и добри печалби за банките“.

Бившият управител на Федералния резерв на САЩ, А. Грийнспан смята, че *„системата на секюритизация, създава второкласните ипотечни облигации е повод и главната причина за световната финансовата криза“*.

С бързото нарастване на ипотечното кредитиране и в Р. България започна да се говори за секюритизация на кредити (респ. на ипотечни облигации). Емитирането на ипотечни облигации от банките става възможно с приемането на Закона за ипотечните облигации през 2000 г. Той защитава ин-

тересите на облигационерите като урежда гаранции за ипотечните облигации. Тук действа и регулациите от общата правна уредба в ЗППЦК (Закон за Публичното Предлагане на Ценни Книжа). Кредитните институции вече имат възможност за директно финансиране на ипотечните си програми от капиталовия пазар. Управлението на портфейла от ипотечните кредити, който е съставна част от общия кредитен портфейл на самата банка става съгласно методите и стратегиите за управление на банката и управление на кредитния риск, при стриктното прилагане на изискванията в Закона за кредитните институции и Наредбите на БНБ.

Ипотечните облигации стават много популярни, тъй като носят добра доходност за инвеститорите (получават лихва плюс номиналната стойност на ценната книга, която се изплаща от емитента на датата на падежа). Те могат да реализират капиталова печалба в случай че ги продадат. Ипотечните облигации имат добро обезпечение (с вземания по ипотечни кредити, отпуснати от банката-издател) и бързо се превръщат в масово използван финансов инструмент в САЩ и Европа. Банките ги емитират за рефинансиране на активните си операции и за увеличаване на кредитните си портфейли. С новата европейска правна рамка за покритите/ипотечни облигации усещането е същото – изграждане на един нов имидж на безрисков финансов инструмент, с двойна гаранция и добра доходност, който ще даде възможност за алтернативно финансиране на кредитните институции директно от капиталовите пазари и стимулиране на финансовите пазари.

Съгласно Закона за ипотечните облигации в Р.България – емитент на ипотечните облигации са търговски банки, които са покрити/обезпечени с вземания по отпуснатите от тях ипотечни кредити, а застраховките се превръщат в задължителен елемент за допълнително гарантиране срещу евентуалното обезценяване на ипотекирания имот. Така ипотеката става второ надеждно обезпечение до издължаването на кредита. Законодателят допълнително определя отпуснатите от банката ипотечни кредити да

надвишават обема на емитираните от нея ипотечни облигации с минимум 10%. *Като трето обезпечение* можем да приемем задължението на банките, които са длъжници по ипотечни облигации, да спазват стриктно изискванията на Централната банка за капиталова адекватност и ликвидност, което гарантира тяхната финансова стабилност. Съгласно Закона за кредитните институции и Наредбите на БНБ - портфейлът от ипотечните кредити на банката е съставна част от нейният общ кредитен портфейл, което означава, че за него се прилагат същите методи за управлението на кредитния риск, които се прилагат за целия кредитен портфейл. Всичко това създаваше усещането и дефиницията за ипотечните облигации като нискорисков финансов инструмент с всички характеристики на покрити облигации.

В България се отчита много слаб интерес към емисиите на ипотечните облигации и инвестициите в тях. След гласуването на Закона за ипотечните облигации в Народното събрание до 2019 г. са вписани само 29 емисии на ипотечни облигации, които са на стойност – 270 милиона евро. Последната емисия е емитирана през 2015 г. и погасена през 2019 година. Това показва, че българският пазар на ипотечни/покрити облигации е слабо активен независимо от факта, че пазарът на жилищни кредити бележи голям ръст в периода преди кризата от 2008 г. и сега през периода 2015-2021 г., въпреки че лихвени проценти по кредитите не са най-ниските в Европа - имаме трайно повишаване на индекса на цените на жилищата защото валутния борд гарантира стабилността на финансовия пазар у нас, а кредитните институции са силно ликвидни и имат достъп до други по-достъпни и по-евтини източници на финансиране, отнесени към алтернативния - с емитирането на ипотечни/покрити облигации. Това показва, че в България, трябва да се приеме работещ, ефективен закон за покрити облигации, който да помогне за развитието на пазара. Да разшири възможностите на финансовите участници да инвестират в икономиката при въвеждането на трайна тенденция на кре-

дитните институции да емитират ипотечни/покрити облигации. Хармонизирането на европейските директиви, ще развие пазарите на покрити облигации в държави като България, където тези пазари в момента не съществуват или работят символично, като този процес има за задача да подпомогне финансирането на реалната икономика.

Ипотечните облигации от емисията не се предлагат и не са заявени и/или допуснати до търговия на друг регулиран или равностоеен пазар на ценни книжа, освен „Българска фондова борса–София“ АД (БФБ). Разпространението на Проспекта в някои юрисдикции извън България може да бъде ограничено от закона и лицата, в чието притежание може да бъде Проспекта, следва да се информират за тези ограничения и да ги спазва. *Това показва, че търговски банки у нас са готови да използват възможностите за директно финансиране от българския капиталов пазар, чрез емисии на ипотечни облигации като акцентира върху някои от важните за проучване и анализиране рискове, свързани с инвестирането в ипотечни облигации в България.*

Като резултат от финансовата криза - множество американски инвестиционни банки бяха предизвикани да отпишат активи за милиарди долари. На 15 септември 2008 г. стана факт банкрутът на една от петте най-големи американски кредитни институции - инвестиционна банка Lehman Brothers. По този начин банката, която съществува от 158 години, прекратява дейността си и отбелязва най-големия банков фалит в САЩ, тъй като дълговете ѝ възлизат на 613 млрд. долара. Последваха масови фалити на свързани, по-малки кредитни институции и спад на акциите на всички финансови компании по света.

В България се наблюдаваше ръст на необслужваните кредити от 3,2% през 2008 г. - до 6.1% в края на 2009 г., което значително намалява консолидираната печалба на банковата система след данъци - с 44% на годишна база (от 1,387 млрд. лв. през 2008 г. – до 780 милиона лв.) По данни на БНБ – в

края на август 2010 г. лошите и преструктурирани заеми са 6,4 млрд. лв., или 16,5% от портфейла на банките в страната.

Таблица 1

Възвръщаемост на собствения капитал (ROE)

| БАНКА | 2007 г. 31.03. | 2008 г. 31.03. | 2009 г. 31.03. | 2010 г. 31.03. |
|----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| ОББ | 5,609553 | 6,541011 | 2,905438 | 3,273829 |
| ДСК | 4,809486 | 5,677201 | 3,821713 | 2,254198 |
| БУЛБАНК | 4,772602 | 6,405419 | 4,09531 | 2,262598 |

Като отрицателен ефект от световната финансова кризата се наблюдава увеличаването на дела на необслужваните кредити и в трите изследвани кредитни институции (Уникредит Булбанк АД, ОББ АД и ДСК АД) през периода 2009-2010 г. като най лош е резултата при Уникредит Булбанк АД защото веднъж имаме висок размер на специфичните провизии спрямо ипотечните кредити, а от друга страна – нисък дял на ипотечните кредити спрямо общия кредитен портфейл. Това говори за проблемни решения на банковия мениджмънт, който не отчита отрицателните ефекти на локалните или глобални кризи върху ипотечното кредитиране. Като съпоставим нарастващия размер на провизиите в трите банки с възвръщаемостта на собствения капитал (ROE) и възвръщаемостта на активите (ROA) се забелязва намаляване на съответните показатели, което означава, че намаляват възможностите за покриване на загуби (Виж Таблица 1 и 2).

Таблица 2

Възвръщаемост на активите (ROA)

| БАНКА | 2007 г. 31.03. | 2008 г. 31.03. | 2009 г. 31.03. | 2010 г. 31.03. |
|----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| ОББ | 0,752519 | 0,80468 | 0,371442 | 0,436964 |
| ДСК | 0,580573 | 0,757144 | 0,572507 | 0,374697 |
| БУЛБАНК | 0,751299 | 0,944789 | 0,52915 | 0,330232 |

Въпреки строгата финансова дисциплина, която налага валутния борд у нас, кризата намалява възможностите на кредитните институции за покриване на загуби, което налага бързото внедряване новите регулации и правилата за оценка на инвестиционния риск не само в краткосрочен, но и в дългосрочен план защото банковият сектор остава един от важните фактори за икономическата конвергенция. През периода 2015-2019 г. ипотечното кредитиране и пазара на недвижими имоти в България бързо се възстановява. Въпреки пандемията и икономическата рецесия през 2020 г. сделките с имоти бележат стабилни обеми в най-големите градове на България като през третото тримесечие на 2020 г. бележат ръст, в сравнение с третото тримесечие на 2019 г. За София този ръст е 1,4%, в Пловдив нарастват с 12,9%, за Варна с 7,1% , Бургас регистрираните сделки с имоти нарастват с 2% , Стара Загора – ръст с 8,7%. Общият брой на вписани в страната сделки с недвижими имоти за този тримесечен период е 56 675, което е ръст с 2,8% в сравнение със същия период на 2019 г. година за разлика от регистрирания лек спад при ипотечните кредити. Пандемията направи кредитните институции и потребителите по предпазливи и затова през трето тримесечие на 2020г. в цялата страна са вписани 10 191 законни и договорни ипотекни, в сравнение с 2019 г., когато са регистрирани – 11 083 ипотечни кредита.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключението се формулират и обобщават основните изводи и постигнатите резултати от направеното в дисертационния труд теоретично и емпирично изследване на инвестициите в ипотечните облигации.

IV. НАСОКИ ЗА БЪДЕЩИ ИЗСЛЕДВАНИЯ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Получените важни резултати и научно-приложни приноси от проведеното дисертационно изследване дават основание на автора за провеждането на допълнителни проучвания, свързани с приемането на нормативната уредба за покритите облигации в България през 2022 г. и възможностите за постигане на положителни резултати и предизвикателствата при стимулиране на финансовите пазари, стабилизирането на пазара на недвижими имоти и ипотечното кредитиране през периода 2025-2030 г. Това ще обогати теоретичните и емпиричните изследвания у нас в областта на инвестициите в ипотечни/покрити облигации.

V. СПРАВКА ЗА ОСНОВНИТЕ ПРИНОСНИ МОМЕНТИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

На база извършените анализи и оценки можем да бъдат обобщени няколко по-важни резултати и научно-приложни приноси, до които се достига в дисертационното изследване:

1. Показва се грешния подход в приетата от САЩ структурна секюритизация, която се разглежда като универсална схема за ликвидиране на риска, управление на финансовия оборот за по-бързо извличане на печалби при нисък риск и се доказва се, че структурната секюритизация не може да е позитивен двигател на инвестиционния процес, свързан с масово инвестиране в безрискови активи като недвижими имоти, ипотечни и покрити облигации.

2. Разкрива се, че след приемането на Европейската Директива (ЕС) 2019/2162 за покритите облигации, поставяща амбициозна цел за стабилизиране на банковия сектор и стимулиране на финансовите пазари в ЕС, интересът към емитиране и инвестиции в ипотечни и покрити облигации в новоприетите държави в ЕС като България, които се характеризират със слабо развита инвестиционна политика, ще се засили, а това гарантира нови възможности за алтернативно финансиране на кредитните институции при бъдещо покачване на лихвени равнища и стабилно развитие на икономиката.

3. Идентифицирани са и са посочени възможните проблеми, свързани с политиката на Европейската централна банка и националните централни банки, по поддържане на ниски лихвени равнища, която осигурява ръст на ипотечните кредити в ЕС през последните години, но при увеличаващите се финансови рискове в следствие на икономическата криза, свързана с COVID-19 и наличието на високите цени на недвижимите имоти, създава предпоставки за възникване на нова финансова криза от мащаба на тази от периода 2008–2009 г.

4. Формира се препоръка към институционалните инвеститори, че въпреки факта, че новата европейска правна рамка създава имидж на покритите облигации като финансови инструменти, радващи се на добра доходност и нисък риск, те трябва да формират своята инвестиционна политика при отчитане комплекс от финансови, макроикономически и инвестиционни фактори, включително и на база на възможността от повторение на събитията от глобалната финансова криза от периода 2008–2009 г.

5. Показва се, че в условията на голямата конкуренция между кредитните институции и агресивното ипотечно кредитиране водят до развитие на пазара на недвижими имоти, но евентуален негов срив поради предлагане на множество недвижимости съдържа сериозен потенциал да понижи стойността на ипотечните и покритите облигации, което налага централните банки внимателно да наблюдават и коригират своевременно дейността на кредитните институции с оглед осигуряването на тяхната финансова стабилност, защитата на интересите на вложителите им и стабилността на пазарите на ипотечни и покрити облигации.

6. Разкрива се, че се, че устойчивото развитие на финансовите пазари налага баланс между наличието на стабилен банков сектор, активно ипотечно кредитиране, стабилни цени на недвижимите имоти и оптимално инвестиране в ипотечни или покрити облигации, който може да се постигне чрез прилагането на антициклични и антикризисни регулации от страна на регулаторните институции в ЕС и националните законодателства на страните-членки, фокусирано върху прозрачността и гаранциите за инвеститорите.

V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

I. Студии:

Киров, Б. ЕФЕКТЪТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ КРЕДИТНИ РЕГУЛАЦИИ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ // Годишен алманах научни изследвания на докторанти. Книга 15, АИ Ценов, Свищов, 2019.

II. Статии:

Киров, Б. ИНВЕСТИЦИИ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ КОМПАНИИ В БЪЛГАРСКИ ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ – ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И РИСКОВЕ // Годишен алманах научни изследвания на докторанти. Книга 14, АИ Ценов, Свищов, 2018.

III. Научни доклади:

Киров, Б. ИПОТЕЧНИТЕ ОБЛИГАЦИИ И ВЪЗМОЖНОСТИТЕ ЗА ДИРЕКТНО ФИНАНСИРАНЕ НА ТЪРГОВСКИТЕ БАНКИ ОТ БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР // МИО, Международна научна конференция 11-12 МАЙ 2018 г., с. 216-122.

Киров, Б., Милинов, В. ЕВОЛЮЦИЯ НА ИПОТЕЧНИЯ ПАЗАР И ПАЗАРА НА ЖИЛИЩА // МИО, Международна научна конференция 11-12 МАЙ 2018 г. (стр.62-69).

Киров, Б. ИНВЕСТИЦИОННИТЕ БАНКИ И ИПОТЕЧНИТЕ ОБЛИГАЦИИ // Юбилейна научно-практическа конференция, 75 години от създаването на Съюза на учените в България, Свищов, 22 ноември 2019 г., с.196-205.

Киров, Б. ПРОМЕНИ В ЕВРОПЕЙСКИТЕ РЕГУЛАТОРНИ КАПИТАЛОВИ ИЗИСКВАНИЯ ЗА ПОКРИТИ ОБЛИГАЦИИ В УСЛОВИЯТА НА КРИЗА // Международна конференция - посветена на 85-годишнината на СА „Д. А. Ценов“ – Свищов, 8-9.11.2021, стр. 386-393.

ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ДОСТОВЕРНОСТ И ОРИГИНАЛНОСТ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Дисертационният труд е автентичен и представлява собствена научна продукция на автора. В него са използвани авторски идеи, текстове, достоверни данни и визуализация чрез графики, схеми, таблици и формули. С спазени са всички изисквания на Закона за авторското и сродните му права чрез надлежно цитиране и позоваване на чужда авторска мисъл, както и данни, включително:

1. Постигнатите в дисертационния труд резултати и изведени приноси са оригинални и не са заимствани от изследвания и публикации, в които авторът няма участия.
2. Представената от автора информация във вид на копия на документи и публикации, лично съставени справки и др. съответства на бективната истина.
3. Научните резултати, които са получени, описани и/или публикувани от други автори, са надлежно и подробно цитирани в библиографията.

02.11.2021
Гр.Свищов

.....
Докт. Борислав Киров