

УДК 336.012.23:336.77:336.763.34

Костюкевич О. І.,

старший викладач кафедри фінансових ринків та фінансових послуг Національного університету ДПС України

ІПОТЕЧНІ ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК ГОЛОВНИЙ ІНСТРУМЕНТ РЕФІНАНСУВАННЯ ІПОТЕЧНИХ КРЕДИТІВ

У статті розглядаються іпотечні цінні папери як головні інструменти реалізації іпотечного рефінансування. Здійснюється класифікація іпотечних цінних паперів та визначаються їх головні особливості.

Ключові слова: *рефінансування, іпотечний ринок, іпотечні цінні папери, застава, емісія цінних паперів, іпотечні облигації, іпотечні сертифікати.*

В статье рассматриваются ипотечные ценные бумаги как основные инструменты реализации ипотечного рефинансирования. Осуществляется классификация ипотечных ценных бумаг и определяются их основные особенности.

Ключевые слова: *рефинансирование, ипотечный рынок, ипотечные ценные бумаги, закладная, эмиссия ценных бумаг, ипотечные облигации, ипотечные сертификаты.*

This article is devoted to mortgage securities as the main tools of mortgage refinancing. The author has carried out classification of mortgage securities and has defined their basic features.

Keywords: *refinancing, mortgage market, mortgage securities, the mortgage, issuance of mortgage securities, mortgage bonds, mortgage certificates.*

Постановка проблеми. Формування життєздатної системи іпотечного кредитування в Україні є пріоритетним напрямом державної політики, адже світовий досвід використання іпотеки як інструменту вирішення соціально-економічних завдань є значним. Фактично ріст обсягів іпотечного кредитування прямо пропорційно залежить від ефективності механізму рефінансування, за допомогою якого залучаються довгострокові кошти з фінансового ринку в сферу іпотечного кредитування. Сьогодні найбільш гострою проблемою на шляху розвитку іпотечного ринку в Україні є фактично відсутність ефективного іпотечного рефінансування, впровадження й ефективне використання якого не можливе без забезпечення цілізованого обігу іпотечних цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Іпотечний ринок є предметом наукових досліджень багатьох вчених, так авторами ґрунтовних

праць є В. І. Савич, О. Л. Гринько, Н. П. Погорельцева, О. Т. Євтух, О. В. Пилипець, К. В. Паливода, Г. І. Андрєєва, Л. І. Сазонець, А. С. Кірізлєєва, О. С. Любунь. Окремим питанням обігу іпотечних цінних паперів були присвячені роботи С. В. Запорожця [1], Н. П. Погорельцевої [2], С. І. Кручка [3], Б. Л. Луцїва [4], Я. Милейко, А. Поплюйко [5], О. В. Пилипця [7], О. Тригуб [12], зокрема розглянуто дві основні моделі випуску іпотечних цінних паперів безпосередньо кредитором та установою фінансування ліквідності, що використовувались у зарубіжних країнах протягом розвитку іпотечного ринку; здійснено початкову їх класифікацію. Проте дані дослідження є фрагментарними та не дають їх повної характеристики.

Мета і завдання дослідження. Метою даної статті є дослідження іпотечних цінних паперів як головного інструменту іпотечного рефінансування.

Виклад основного матеріалу. В зарубіжній практиці застосовуються дві основні форми іпотечного рефінансування: на безземісній основі (передбачають проведення операцій зі заставними) та на основі емісії цінних паперів (передбачають утворення пулу іпотечних кредитів і випуск іпотечних цінних паперів на його основі іпотечним кредитором або спеціалізованою іпотечною установою другого рівня). Рефінансування на основі емісії іпотечних цінних паперів є більш складним у сфері організації, оскільки потребує наявності додаткових учасників і відповідної нормативно-правової бази, а також належного рівня розвитку фондового ринку.

Іпотечні цінні папери – це надійні ліквідні фінансові інструменти, високий рейтинг яких підтримується не лише надійністю емітентів – кредитних інститутів, а й високою якістю іпотечного кредитного портфеля, що дозволяє знизити ризики інвесторів у порівнянні з іншими борговими цінними паперами, які не мають такого забезпечення. Вони дають змогу кредитору отримати довгострокові ресурси за відносно низькою ціною [4, 326]. У світовій практиці використовуються різноманітні іпотечні цінні папери, які відрізняються за типами активів, що виступають забезпеченням, гарантіями, способом розподілу ризиків тощо.

Іпотечні цінні папери мають ряд класифікаційних ознак, властивих всім цінним паперам, зокрема згідно законодавства різних країн вони можуть бути іменними та на пред'явника, їх розміщення може бути публічним та приватним; різний при цьому і механізм отримання та сплати доходу власникам цінних паперів [5, 4]. Крім того, враховуючи їх особливий статус, вони мають ряд специфічних ознак, притаманних лише їм у зв'язку з наявністю відповідного забезпечення у вигляді застави нерухомого майна, а також відповідно до етапу розвитку іпотечного ринку й еволюції національної іпотечної системи. Враховуючи сказане вище, пропонуємо наступну узагальнену класифікацію іпотечних цінних паперів (див. рис. 1).

Іменні іпотечні цінні папери складаються (випускаються) на ім'я певної конкретної особи; ордерні цінні папери випускаються на ім'я першого їх власника і за його наказом; цінні папери на пред'явника не містять імені власника [11, статті 3, 4].

Документарна форма існування передбачає, що іпотечні цінні папери випущені на паперовому носії у вигляді відповідних свідоцтв; бездокументарна форма полягає у здійсненні електронного запису на відповідних рахунках цінних паперів [8, стаття 21].

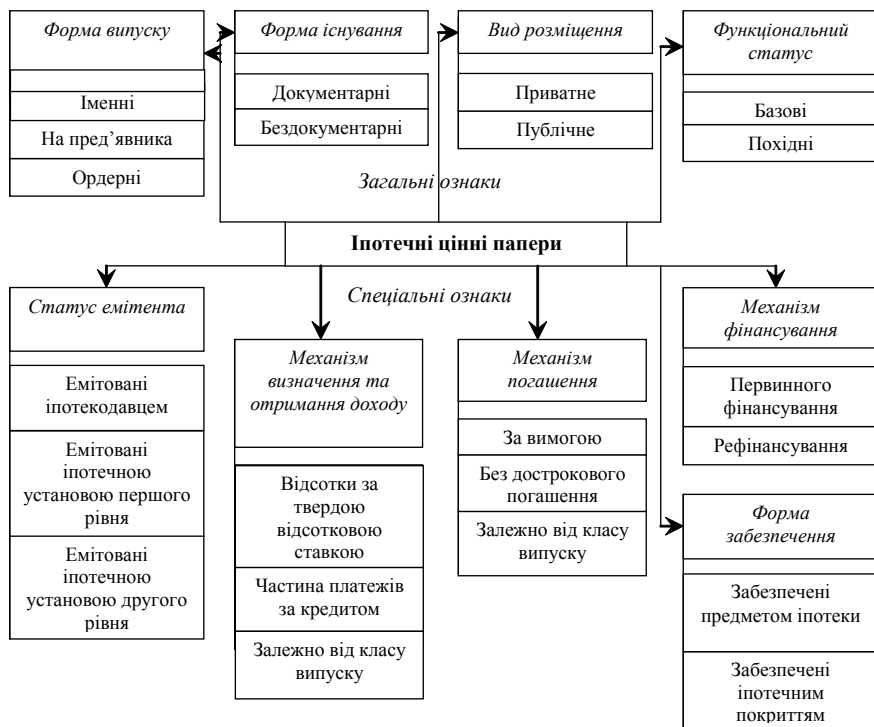


Рис. 1. Класифікація іпотечних цінних паперів*

* Складено автором на підставі [5; 7 – 12]

Приватне розміщення полягає у тому, що іпотечні цінні папери можуть бути розміщені приватно серед заздалегідь визначеного кола осіб шляхом закритої підписки; при публічному розміщенні шляхом публічної пропозиції майбутній власник невідомий заздалегідь. Рішення про вид розміщення іпотечних цінних паперів приймає емітент.

Базові іпотечні цінні папери фактично представлені заставними, які засвідчують право їх власника на отримання виконання зобов'язання боржником, яке забезпечене заставою нерухомості. Похідні цінні папери випускаються з метою рефінансування іпотечних кредиторів та спеціальних іпотечних установ другого рівня, в якості забезпечення яких виступають іпотечні активи.

Іпотечні цінні папери, емітовані іпотекодавцем, представлені закладними та є оборотними ордерними цінними паперами. Іпотечні цінні папери, емітовані іпотечною установою першого рівня – це фактично цінні папери, випущені безпосередньо іпотечним кредитором для рефінансування своєї діяльності (в Україні – іпотечні сертифікати та звичайні іпотечні облігації). Іпотечні цінні папери, емітовані іпотечною установою другого рівня передбачають придбання спеціалізованою іпотечною установою пулу кредитів у іпотечних кредиторів, на основі чого формується іпотечне покриття та випускаються цінні папери (в Україні – структуровані іпотечні облігації).

Іпотечні цінні папери можуть передбачати отримання доходу у вигляді певної частки платежів за кредитом, коли емітент перераховує всі платежі, отримані від позичальника за вирахуванням витрат на обслуговування кредиту й емісію цінних паперів власникам іпотечних цінних паперів; дохід може передбачатись у вигляді встановленої фіксованої відсоткової ставки від номіналу; умови отримання доходу власниками можуть відрізнятись залежно від класу відповідних іпотечних цінних паперів одного випуску згідно зареєстрованого проспекту емісії, правил структурування та обслуговування (структуровані іпотечні цінні папери) [4, 327].

Іпотечні цінні папери можуть бути погашені достроково за вимогою або лише в кінці терміну обігу відповідно умов їх випуску; іпотечні цінні папери іпотечних установ другого рівня можуть випускатись траншами (класами) з різними умовами дострокового погашення, при цьому умови емісії цінних паперів одного класу можуть передбачати дострокове погашення, а іншого ні. [12, 93]

Емісія цінних паперів первинного фінансування здійснюється безпосередньо іпотекодавцем з метою залучення фінансових ресурсів під заставу нерухомого майна. Цінні папери, що забезпечують рефінансування, фактично включають цінні папери, емітовані іпотечними установами першого та другого рівня. [7, 54]

Іпотечні цінні папери, забезпечені іпотекою (предметом іпотеки), – це заставні, оскільки саме їх забезпеченням, як правило, виступає конкретний об'єкт нерухомого майна. Іпотечні цінні папери, забезпеченні іпотечним покриттям, є похідними цінними паперами, що випущені на основі сформованих пулів заставних; розмір виплат за ними та їх періодичність залежать від грошових надходжень за кредитами, які становлять забезпечення даних цінних паперів, оскільки фактично сплата позичальником боргу та відсотків за ним є джерелом періодичних платежів за даними цінними паперами.

Згідно чинного законодавства України, іпотечні цінні папери – це цінні папери, випуск яких забезпечено іпотечним покриттям (іпотечним пулом) та які посвідчують право власників на отримання від емітента належних їм коштів [11, стаття 3]. В Україні іпотечні цінні папери представлені іпотечними облігаціями та іпотечними сертифікатами.

Іпотечні сертифікати – особливі цінні папери, забезпечені іпотечними активами або іпотеками [9, стаття 1]. Іпотечний сертифікат засвідчує зобов’язання емітента сплатити у встановлений строк власнику частину грошових доходів від іпотечного покриття відповідно до умов, зазначених у проспекті емісії. В Україні іпотечні сертифікати випускаються двох видів: іпотечні сертифікати участі (забезпеченням є іпотеки з покладанням ризику на власників сертифікатів) й іпотечні сертифікати з фіксованою дохідністю (забезпеченням є іпотечні активи з покладанням ризику на емітента), які відрізняються способом забезпечення емісії та механізмом випуску. Принципова відмінність між ними полягає у тому, що у випадку емісії іпотечного сертифіката з фіксованою дохідністю власником іпотечних активів та відповідно платежів за іпотечними кредитами є емітент, а у випадку емісії іпотечного сертифіката участі відбувається передача іпотечних активів власником сертифікату у довірчу власність емітенту.

Іпотечні сертифікати участі – іменні цінні папери, що засвідчують частку їх власника у платежах за іпотечними активами відповідно до умов договору про придбання сертифікатів, а у разі невиконання емітентом своїх зобов’язань – право на задоволення вимог з вартості іпотечних активів, що знаходяться у довірчій власності управителя. Власник іпотечного сертифікату отримує дохід і бере участь у диверсифікованому портфелі заставних. [9, стаття 24] Фактично власник сертифікату стає кредитором іпотекодавця.

Сертифікати з фіксованою дохідністю – це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та засвідчують права власників на отримання номінальної вартості та процентів за сертифікатами на передбачених умовах згідно інформації про випуск сертифікатів, а у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов’язань – на задоволення вимог з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів, переважно перед іншими кредиторами емітента. [9, стаття 23] Власник сертифікату фактично стає кредитором емітента.

Іпотечними облігаціями є облігації, виконання зобов’язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям у порядку, встановленому законодавством. Іпотечна облігація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов’язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість цієї облігації та виплатити грошовий дохід в порядку, встановленому проспектом емісії, а в разі невиконання емітентом зобов’язань за іпотечною облігацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття. Можуть випускатися такі види іпотечних облігацій: звичайні іпотечні облігації; структуровані іпотечні облігації. [10, стаття 3]

В Україні емісію іпотечних облігацій мають право здійснювати універсальні іпотечні банки за умови наявності відповідного дозволу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (звичайні іпотечні обліга-

ції) та спеціалізована іпотечна установа (структуровані іпотечні облігації). Основні характеристики іпотечних цінних паперів, що мають право обігу на території України, зведено в таблиці 1.

Таблиця 1
*Особливості іпотечних цінних паперів в Україні**

Ознака/ властивість	Іпотечні сер- тифікати з фіксованою дохідністю	Іпотечні сертифіка- ти участі	Звичайні іпотечні об- лігації	Структуро- вані іпотечні облігації
Емітент	Кредитор – фінансова установа, що має державну ліцензію	Кредитор – фінансова установа, що має державну ліцензію	Кредитор – фінансова установа, що має державну ліцензію	Спеціалізо-вана іпотечна установа
Забезпечення умов випуску	Іпотечні активи	Іпотеки	Право за іпотекою закріплене заставою	Іпотеки, об'єднанні в пул
Власники іпо-течних активів	Емітент	Власник іпотечних сертифікатів	Емітент	Емітент
Розмір забезпечення умов випуску	Іпотечні активи та власне майно емітента	Іпотечні активи	Іпотечні активи та власне майно емітента	Іпотечні активи
Можливість інвестора впливати на умови випуску	Відсутня	Відсутня	Через меха-нізм загаль-них зборів	Через меха-нізм загаль-них зборів
Обсяг прав інвесторів в межах одного випуску	Однаково рівні	Однаково рівні	Однаково рівні	Розрізняється в залежності від класу
Розподіл ри-зиків	Всі ризики покладаються на емітента	Всі ризи-ки несе власник сертифікату	Всі ризики покладаються на емітента	Кредитор несе відсотковий ризик, решта емітент

* Складено автором на підставі [8 – 11]

Проте випуск іпотечних цінних паперів неминуче призведе до утворення фіктивного капіталу, що за сучасних економічних умов України та

високої тінізації господарських відносин створює реальну загрозу появи фінансових пірамід на іпотечному ринку, а тому важливе завдання покладається на державні органи влади, які повинні відстежувати ці процеси та застосовувати ефективні заходи протидії даному негативному явищу.

В сучасних умовах України для забезпечення ефективного використання іпотечних цінних паперів як інвестиційних інструментів та інструментів рефінансування державі необхідно:

- чітко встановити вимоги до фінансово-кредитних установ – емітентів іпотечних цінних паперів з метою забезпечення їх високої надійності та ліквідності;

- встановити на відповідному рівні та суворо регулювати дотримання “стіни захисту”, що передбачає відокремлення іпотечних активів, які виступають забезпеченням іпотечних цінних паперів, та співвідношення вартості даних активів до обсягу емісії відповідних цінних паперів;

- враховуючи негативний досвід, забезпечити суворий контроль за діяльністю інститутів довірчого управління з метою недопущення фінансових афер;

- створити сприятливі умови для здійснення операцій з іпотечними цінними паперами всіма учасниками іпотечного ринку, особливу увагу слід приділити забезпеченню їх економічної ефективності.

Висновки. Іпотечні цінні папери є різновидом боргових цінних паперів, випуск яких забезпечується іпотечним покриттям. Їх характерною особливістю є більш високий рівень надійності порівняно з іншими борговими цінними паперами, оскільки зобов’язання за ними забезпечуються в кінцевому результаті реальними матеріальними активами, внаслідок чого ці фінансові інструменти є більш привабливими для консервативних інвесторів – страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування тощо. Іпотечні цінні папери також надають інвесторам додаткові можливості для диверсифікації ризиків, які пов’язані з вкладенням коштів у боргові фінансові інструменти, та захищають їх від можливих втрат на ринку нерухомості, який використовується в інвестиційній діяльності.

З метою забезпечення ефективного використання іпотечних цінних паперів суб’єктами іпотечного ринку України необхідно: 1) створити сприятливі умови для рефінансування іпотечних кредитів за допомогою звичайних іпотечних облігацій, в тому числі внести необхідні зміни до чинного законодавства; 2) закріпити нормативи на законодавчому рівні, які б регулювали обсяги випуску іпотечних облігацій окремого кредитора; 3) на початковому етапі становлення ринку іпотечних цінних паперів сприяти їх розміщенню серед вітчизняних інвесторів, зокрема шляхом надання певних преференцій та податкових пільг. Адже подолання кризових явищ на іпотечному ринку України та його подальший розвиток можливі лише за умови побудови стабільного вторинного іпотечного ринку та забезпе-

чення ефективного рефінансування іпотечних кредитів, що дасть змогу оптимізувати первинний іпотечний ринок та створить сприятливі умови іпотечного кредитування.

Література:

1. Запорожець С. В. Іпотечні цінні папери як інструмент рефінансування довгострокових житлових кредитів. / С. В. Запорожець. // Вісник Української академії банківської справи. – 2005 р. – № 1 (18). – С. 31-33.
2. Базилевич В. Д. Іпотечний ринок / В. Д. Базилевич, Н. П. Погорельцева. – К.: Знання, 2008. – 217 с. – (Київському національному університету ім. Т. Шевченка – 175 р.)
3. Кручок С. І. Іпотечне кредитування: європейська практика та перспективи розвитку в Україні. / С. І. Кручок. – К.: Урожай, 2003. – 207 с.
4. Луців Б.Л. Фінансові інструменти іпотечного ринку України. / Б. Л. Луців. // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція. – 2007. – Вип. 1 (63). – С. 324-330.
5. Милейко Я. Іпотечні цінні папери. / Я. Милейко, А. Поплюйко. // Цінні папери України. – 2004. – № 31 (319). – С. 3-5.
6. Непочатенко О. О. Фінансові інструменти іпотеки. / О. О. Непочатенко. // Наукові записки. Серія “Економіка”. Збірник наукових праць. – Острог: вид-во Національного університету “Острозька академія”, 2007. – Вип. 9. – Ч. 3. – 564 с. – С. 369-402.
7. Пилипець О. В. Класифікація структурних характеристик іпотеки / О. Пилипець. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 11 (54). – С. 52-57.
8. Про іпотеку: Закон України від 05.06.2003 р. № 898 – IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 38. – С. 313
9. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України від 19.06.2003 р. № 979-IV // Відомості Верховної Ради. – 2004. – № 1. – С. 1.
10. Про іпотечні облигації: Закон України від 22.12. 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради. – 2006. – № 16. – С. 134.
11. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради. – 2006. – № 31. – С. 268.
12. Тригуб О. Механізм використання іпотечних цінних паперів як інструментів регулювання грошово-кредитного ринку / О. Тригуб // Фінансове право. – 2007. – № 4. – С. 92 -94.