

ОСОБЕННОСТИ И РАЗНОВИДНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ В ЕВРОПЕЙСКИХ ГОСУДАРСТВАХ

© 2015 ПРОКОПЕНКО В. Ю., СВЯТОКУМ И. О.

УДК 336.77.067.32

Прокопенко В. Ю., Святокум И. О.

Особенности и разновидности применения облигаций с ипотечным покрытием в европейских государствах

В статье рассматриваются ипотечные инструменты, применяемые в экономиках европейских стран. Проанализированы научные исследования в области европейского ипотечного рынка. Рассматривается сущность и отличительные черты облигаций с ипотечным покрытием – типа ипотечных ценных бумаг, характерного для европейского рынка. Рассмотрены характерные признаки облигаций с покрытием. Кроме того, анализируются основные модели эмиссии данных ценных бумаг, их преимущества и недостатки. Охарактеризованы подходы к построению моделей эмиссии ипотечных ценных бумаг. В статье также рассмотрен ряд существенных рисков, связанных с деятельностью эмитентов ипотечных ценных бумаг.

Ключевые слова: ипотечные ценные бумаги, облигации с ипотечным покрытием, кредитные учреждения, компания специального назначения

Библ.: 13.

Прокопенко Валерия Юрьевна – кандидат экономических наук, доцент, профессор, кафедра социально-экономических дисциплин, Харьковский национальный университет внутренних дел (пр. 50-летия СССР, 27, Харьков, Украина)

Email: luluz@ukr.net

Святокум Игорь Олегович – соискатель, Харьковский национальный университет внутренних дел (пр. 50-летия СССР, 27, Харьков, Украина)

УДК 336.77.067.32

UDC 336.77.067.32

Прокопенко В. Ю., Святокум И. О. Особенности та різновиди застосування облигацій з іпотечним покриттям в європейських державах

У статті розглядаються іпотечні інструменти, що застосовуються в економіках європейських країн. Проаналізовано наукові дослідження в галузі європейського іпотечного ринку. Розглядається сутність і відмінні риси облигацій з іпотечним покриттям – типу іпотечних цінних паперів, характерних для європейського ринку. Розглянуті характерні ознаки облигацій з покриттям. Крім того, аналізуються основні моделі емісії даних цінних паперів, їх переваги та недоліки. Охарактеризовані підходи до побудови моделей емісії іпотечних цінних паперів. У статті також виокремлені ряд суттєвих ризиків, пов'язаних з діяльністю емітентів іпотечних цінних паперів.

Ключові слова: іпотечні цінні папери, облигації з іпотечним покриттям, кредитні установи, компанія спеціального призначення

Бібл.: 13.

Прокопенко Валерія Юрїївна – кандидат економічних наук, доцент, професор, кафедра соціально-економічних дисциплін, Харківський національний університет внутрішніх справ (пр. 50-річчя СРСР, 27, Харків, Україна)

Email: luluz@ukr.net

Святокум Ігор Олегович – здобувач, Харківський національний університет внутрішніх справ (пр. 50-річчя СРСР, 27, Харків, Україна)

Prokopenko V. Yu., Sviatokum I. O.

Characteristic Features and Types of Use of Mortgage-Backed Bonds in European States

The article deals with mortgage instruments used in European economies. Scientific research focusing on the European mortgage market was analyzed. The article also considers the substance and distinctive features of mortgage-backed bonds – a mortgage-backed security type characteristic of the European market. The article discusses characteristic features of covered bonds, analyzes the basic emission models for such securities, their strengths and weaknesses. The work describes approaches to construction of models of mortgage-backed security emission and singles out a series of essential risks linked to operations of issuers of mortgage-backed securities.

Keywords: mortgage-backed securities, mortgage-backed bonds, credit institutions, special purpose entity

Bibl.: 13.

Prokopenko Valeriia Yu. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Professor, Department of social and economic disciplines, Kharkiv National University of Internal Affairs (pr. 50-richchya SRSR, 27, Kharkiv, Ukraine)

Email: luluz@ukr.net

Sviatokum Ihor O. – Applicant, Kharkiv National University of Internal Affairs (pr. 50-richchya SRSR, 27, Kharkiv, Ukraine)

Введение. Эмиссия и оборот ипотечных ценных бумаг на сегодняшний день являются предметом активных дискуссий в экономической литературе. С одной стороны, это связано с той ролью, которую данные финансовые инструменты сыграли в возникновении текущего финансового кризиса, а с другой – с их внедрением во все новые национальные финансовые системы.

В отечественной экономической литературе достаточно традиционным стал подход к рассмотрению ипотечного рынка с позиции его классификации на модели (к при-

меру, в работах В. Д. Базилевича [1], И. А. Лютого [2]). Тем не менее, размежевание моделей функционирования ипотечного рынка (в частности, «европейской» и «американской») является в определенной мере условным; в рамках интеграции финансовых рынков элементы обеих моделей пересекаются: в частности, ипотечные ценные бумаги европейского типа внедряются в США. Таким образом, во многих случаях обе модели функционируют параллельно или же используются модели, включающие отдельные элементы обеих. В связи с этим, не отрицая корректности

выделения моделей функционирования ипотечного рынка, предлагается сконцентрироваться на центральном элементе, а именно – финансовых инструментах, ассоциирующихся с данными моделями.

Целью настоящей работы является изучение практики эмиссии и обращения облигаций с ипотечным покрытием (*mortgagecoveredbond*), характерных для европейских государств, так как именно с данным типом ипотечных ценных бумаг зачастую связывают возможность восстановления доверия инвесторов к ипотечному рынку.

Облигации с ипотечным покрытием являются одной из разновидностей более широкого класса ценных бумаг, распространенное в англоязычной литературе название которых можно перевести как «облигации с покрытием» (*coveredbonds*). При этом термин «облигации с покрытием» является общим наименованием *типа* ценных бумаг, сами же ценные бумаги, эмитируемые в отдельных государствах, могут носить и иные наименования, (закладные листы в Германии и Польше, жилищные облигации во Франции и т. д.)

Несмотря на то, что в Европейском Союзе существует тенденция к унификации законодательства в финансовой сфере, параметры облигаций с ипотечным покрытием сильно отличаются в зависимости от страны, в которой они эмитируются. Так, ст. 24 (8) Директивы Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2009/65/ЕС о координации законов, подзаконных актов и административных положений относительно предприятий коллективного инвестирования в переводные ценные бумаги (Директива о предприятиях коллективного инвестирования в переводные ценные бумаги) содержит лишь общие требования к финансовым инструментам, которые могут считаться облигациями с покрытием:

- эмитент является кредитным учреждением;
- наличие законодательства о специальном публичном надзоре за эмитентом, предназначенном защитить держателей облигаций;
- средства, полученные от эмиссии облигаций, должны инвестироваться в активы, которые в течение всего срока действия ценных бумаг способны покрыть требования, проистекающие из облигаций, и которые, в случае неплатежеспособности эмитента, будут использованы в первую очередь для погашения основной задолженности по облигациям и начисленным процентам [3].

Помимо признаков, изложенных выше, исследователи выделяют и иные ключевые признаки облигаций с покрытием. Так, С. Шварц выделяет две ключевые характеристики данного типа ценных бумаг:

- они имеют обеспечение (как правило – высококачественные активы, например ипотечные кредиты, государственный долг);
- держатели данных ценных бумаг имеют право требования к эмитенту в случае недостаточности обеспечения (особенность известна как «*dualrecourse*», право двойного требования).

Кроме этого, он указывает, что стандартным для облигаций с покрытием является также наличие дина-

мического покрытия (низкокачественные активы в его структуре заменяются высококачественными), пребывание покрытия в составе активов эмитента с его выделением (например, предоставление ему специального режима в случае банкротства) [4, с. 566 – 568].

Европейский совет облигаций с покрытием определяет следующие признаки, характеризующие данные ценные бумаги:

- эмиссия облигаций осуществляется кредитным учреждением, находится под публичным контролем или держатель облигаций имеет право требования к такому учреждению;
- держатели облигаций имеют первоочередное право требования к пулу активов, выступающих обеспечением по сравнению с остальными кредиторами кредитного учреждения;
- кредитное учреждение обязано постоянно обеспечивать сумму активов в пуле, достаточную для обеспечения требований всех держателей облигаций;
- обязательства кредитного учреждения по пулу покрытия находятся под наблюдением публично-го или другого независимого учреждения. [5]

Таким образом, основными признаками облигаций с покрытием (в том числе облигаций с ипотечным покрытием) является особый эмитент (кредитное учреждение), наличие специфического покрытия (пул активов находится на балансе учреждения, однако отдельно выделен из его активов с целью первоочередного обеспечения требований владельцев облигаций с покрытием), особый порядок надзора за операциями по обеспечению достаточного размера покрытия.

Следует также обратить внимание на черты, отличающие облигации с ипотечным покрытием от ценных бумаг с ипотечным обеспечением. Одним из ключевых отличий является наличие у держателя первого типа ценных бумаг права требования непосредственно к кредитному учреждению и, соответственно, отсутствие передачи кредитного риска при их эмиссии [6, с. 9]. Иными словами, применяется методика, известная как балансовая секьюритизация. [7, с. 21] Данное отличие, в свою очередь, приводит к возникновению и иных характерных черт облигаций с ипотечным покрытием. Так, в связи с тем, что кредитные риски остаются за эмитентом ценных бумаг, целью эмиссии облигаций с ипотечным обеспечением является лишь рефинансирование выданных кредитов. С другой стороны, ценные бумаги с ипотечным обеспечением позволяют эмитенту снизить риски за счет их передачи инвесторам [8], исходя из чего облигации с ипотечным покрытием, с точки зрения последних, считаются более надежным инструментом.

Классическими облигациям с ипотечным покрытием считаются немецкие закладные листы (*Pfandbriefe*). Именно немецкое законодательство оказало наибольшее влияние на развитие правовых режимов обращения ипотечных ценных бумаг в европейских странах, а немецкий рынок данного класса финансовых инструментов является одним из наиболее активных в Европе. Соответственно, большинство исследователей, выделяя характерные при-

знаки облигаций с ипотечным покрытием, ориентируются именно на немецкую практику. Вместе с тем, следует принять во внимание, что финансовые инструменты не являются статичным явлением. Так, одним из признаков ипотечных ценных бумаг европейского типа в течение длительного времени считалась специализация эмитента. Тем не менее, в 2005 году в Германии данное требование было отменено; от эмитента требуется лишь наличие специальной лицензии.

В связи с этим в европейских странах сложились различные модели функционирования и обращения облигаций с ипотечным покрытием. Так, О. Штёкер выделяет пять моделей эмиссии и обращения данных финансовых инструментов:

- модель специализированного кредитного учреждения;
- модель универсального кредитного учреждения;
- модель специализированного финансового учреждения;
- модель компании специального назначения;
- модель централизованного эмитента [9, с. 34 – 36].

Модель специализированных кредитных учреждений является старейшей и, в определенном смысле, «классической». В ее рамках право на эмиссию облигаций с ипотечным покрытием предоставляется исключительно специализированным кредитным учреждениям (как правило, ипотечным банкам). Специализация означает ограничение круга операций эмитента облигаций с покрытием выдачей кредитов, допустимых для включения в пул активов для покрытия (как правило – ипотечные кредиты, кредиты органам публичной власти, кредиты, обеспеченные залогом воздушных и водных судов), приобретением прав требования по данным кредитам и эмиссией облигаций с соответствующим покрытием. Статус специализированного кредитного учреждения на сегодняшний день определен для эмиссии облигаций с ипотечным покрытием в Польше, Венгрии, Люксембурге. В Дании с 2007 года помимо ипотечных облигаций (Realkreditobligationer), эмитентом которых могут быть исключительно специализированные кредитные учреждения, предусмотрено обращение ипотечных облигаций с покрытием (Særligt Dækkede Realkredit obligationer), эмитентом которых могут выступать как специализированные ипотечные, так и универсальные банки [10]. Модель специализированного кредитного учреждения на протяжении длительного времени была характерна также для Германии, однако в 2005 году, с принятием нового законодательства о залладных листах, данное требование перестало быть обязательным.

Модель универсального кредитного учреждения может реализовываться различными путями:

- право на эмиссию предоставляется всем универсальным банкам (например, в Болгарии, Греции, Испании, Литве, Португалии, Словакии, Чехии);
- для эмиссии требуется наличие специальной лицензии (например, в Австрии, Дании, Финляндии, Германии).

В связи с отсутствием требования к специализации деятельности кредитного учреждения, для данной модели

характерным является четкая детализация способа выделения покрытия из состава остальных активов финансового учреждения, в первую очередь, в отношении процедуры банкротства. В частности, в Германии в случае неплатежеспособности эмитента предусмотрено функционирование пула покрытия в качестве отдельного фонда, возглавляемого управителем. При этом, даже в случае отзыва банковской лицензии эмитента, банковская лицензия подобного фонда действует до полного погашения задолженности, возникшей в связи с эмиссией и размещением облигаций с покрытием.

Модель специализированного финансового учреждения предусматривает, что функция кредитора и эмитента ипотечных ценных бумаг разделяется за счет создания специализированного финансового учреждения.

Ярким примером подобной модели являются жилищные облигации, выпускаемые во Франции (obligation foncière). Их эмитентом могут выступать общества жилищного кредита (société de crédit foncier), для которых предусмотрен специальный режим деятельности. В соответствии с французским законодательством, общества жилищного кредита являются специализированными кредитными учреждениями, исключительными целями деятельности которых являются:

- предоставление или приобретение гарантированных кредитов, обязательств юридических лиц публичного права, а также ценных бумаг и финансовых инструментов, определенных законодательством;
- эмиссия жилищных облигаций с целью рефинансирования указанных категорий кредитов;
- эмиссия жилищных облигаций с целью рефинансирования указанных категорий кредитов, обязательств, ценных бумаг и финансовых инструментов, предоставляющих их владельцам привилегии, определенные законодательством, а именно право на выплаты преимущественно перед остальными кредиторами общества жилищного кредита [11].

Разрешение на осуществление деятельности предоставляется Учреждением банковского контроля, надзор за выполнением условий деятельности осуществляется этим же учреждением.

Хотя это прямо не установлено законодательством, на практике общества жилищного кредита создаются «материнскими» банками и входят в их финансовые группы. Это отличает данные компании от специализированных эмитентов, характерных для «американской» модели ипотечных ценных бумаг. Другим ключевым отличием является то, что надзор за деятельностью эмитента осуществляется в рамках общего банковского надзора, в то время как в США надзор за эмитентами осуществляется в рамках отдельной системы.

Модель компании специального назначения (Special Purpose Vehicle, SPV) используется в таких государствах как Великобритания, Италия, Нидерланды. При данной модели эмитентом выступает универсальное кредитное учреждение, однако с целью осуществления эмиссии создается юридически обособленная компания специального

назначения, которой активы, используемые в качестве покрытия, передаются для управления. Ключевым отличием данной модели от модели специализированного финансового учреждения является то, что компания специального назначения не выступает эмитентом, а лишь гарантирует осуществление выплат по облигациям. Как и в случае предыдущей модели, кредитное учреждение выступает в роли материнской компании по отношению к SPV.

При модели централизованного эмитента (Швейцария, Австрия, Франция) банковские учреждения являются участниками компании-эмитента (Pfandbriefbank и Pfandbriefzentrale в Швейцарии, Pfandbriefstelle в Австрии, CaissedeRefinancementdel'Habitat во Франции); в случае необходимости рефинансирования ипотечных кредитов, они продаются или передаются эмитенту, который формирует из них покрытие для эмиссии ценных бумаг.

Выводы. Каждая из названных моделей имеет свои недостатки и преимущества. Так, модель специализированного кредитного учреждения отличается надежностью и относительной простотой с точки зрения надзора. С другой стороны, требование специализации значительно ограничивает круг потенциальных эмитентов ипотечных ценных бумаг. В частности, в Чехии и Словакии, использующих модель эмиссии универсальными кредитными учреждениями, внедрение ипотечных ценных бумаг было гораздо более широким, чем в применяющих модель эмиссии специализированных кредитных учреждениях Польши и Венгрии [12, с. 277].

Среди преимуществ модели специализированного финансового учреждения указываются высокий уровень специализации, простота в организации надзора за деятельностью, четкое разграничение фондов в случае неплатежеспособности и низкий уровень затрат. В качестве недостатков приводится тот факт, что, несмотря на юридическую обособленность эмитента, он фактически является частью универсального банка, а также отсутствие специализации «материнского» банка [13, с. 4]. В связи с близостью к данной модели, модель компании специального назначения имеет похожие преимущества и недостатки. Внедрение этих двух моделей предполагает достаточно высокий уровень развития финансового рынка в целом и ипотечного – в частности, что снижает эффективность их внедрения в государствах, где данные рынки находятся лишь на стадии формирования. С другой стороны, модель централизованного учреждения представляется достаточно привлекательной для подобных государств, так как позволяет осуществлять масштабные эмиссии ценных бумаг при снижении их стоимости за счет эффекта масштаба. Тем не менее, следует обратить внимание на ряд существенных рисков, связанных с деятельностью подобных эмитентов. Так, монополизация эмиссии создает высокие политические риски и риски оппортунистического поведения, что, в свою очередь, создает необходимость создания эффективной системы контроля за деятельностью эмитента. Помимо этого, внедрение модели централизованного эмитента требует наличия достаточного количества заинтересованных в ее функционировании кредитных учреждений, работающих на рынке ипотечного кредитования. В связи с этим, хотя внедрение данной модели и является целесоо-

образным, особенно в государствах с развивающимся ипотечным рынком, использование исключительно данной модели нежелательно.

Наиболее целесообразными для использования в Украине представляются две из приведенных выше моделей: модель универсальных кредитных учреждений и модель централизованного эмитента. Первая модель в целом применяется и на сегодняшний день (в форме ипотечных облигаций), внедрение же второй возможно путем формирования Государственного ипотечного учреждения с привлечением к его деятельности заинтересованных коммерческих банков и постепенным уменьшением влияния государства на его деятельность.

ЛИТЕРАТУРА

1. Базилевич В. Д. Ипотечный рынок: монография / В. Д. Базилевич, Н. П. Погорельцева. – К.: Знання, 2008. – 717 с.
2. Лютий І. О. Іпотека: сучасні концепції, тенденції суперечності розвитку: монографія / І. О. Лютий, В. І. Савич, О. М. Калівошко. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 548 с.
3. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02009L0065-20130620>
4. Schwarcz Steven L. The Conundrum of Covered Bonds / Steven L. Schwarcz // Business Lawyer. – 2011. – No. 66. – P. 561 – 586.
5. European Covered Bond Council. 2014 ECBC European Covered Bond Fact Book. – 564 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=367>
6. European Central Bank. The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets / John Beirne, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaž Sušec, Jens Tapking and Tana Vong // Occasional Paper Series – January 2011. – No. 122. – 36 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://ssrn.com/abstract_id=1646280
7. Корженевская В. Методики секьюритизации / В. Корженевская // Банківський вісник. – 2010. – № 28 (501). – С. 20 – 25.
8. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheeufinancialsystem200812en_en.pdf
9. Stöcker O. Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures / Otmar Stöcker // Housing Finance International: The Quarterly Journal of the International Union for Housing Finance. – Winter 2011. – P. 32 – 40.
10. Lovomændring af lov om finansiel virksomhed og forskell ige andre love [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=27608>
11. Codemonétaire financier. Version consolidée au 17 novembre 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?sessionId=F7931F483E02B0726AC24D2CA8E0E1BE.tpdjo09v_2?cidTexte=LEGITEX000006072026&dateTexte=20141202
12. Святокум І. О. Досвід запровадження іпотечних цінних паперів у країнах Центральної Європи / І. О. Святокум // Вісник Чернігівського національного технічного університету. – 2012. – № 4. – С. 276 – 281.

13. Lassen T. Specialization of Covered Bond Issuers in Europe / Tim Lassen // Housing Finance International. – 2005. – Vol. 20, Issue 2. – P. 3 – 12.

REFERENCES

Bazylevych, V. D., and Pohorieltseva, N. P. Ipoteknyi rynok [Mortgage market]. Kyiv: Znannia, 2008.

Beirne, J. et al. "European Central Bank. The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets". http://ssrn.com/abstract_id=1646280

"Code monetaire et financier. Version consolidee au 17 novembre 2014". http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?jsessionid=F7931F483E02B0726AC24D2CA8E0E1BE.tpdjo09v_2?cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20141202

"Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)". <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02009L0065-20130620>

"European Covered Bond Council. 2014 ECBC European Covered Bond Fact Book". <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=367>

Korzhenevskaia, V. "Metodiki sekiuritizatsii" [Securitization techniques]. Bankauski vesnik, no. 28 (501) (2010): 20-25.

Liutyi, I. O., Savych, V. I., and Kalivoshko, O. M. Ipoteka: suchasni kontseptsii, tendentsii superechnosti rozvytku [Mortgages: current concepts, trends of contradictions]. Kyiv: Tsentri uchbovoi literatury, 2009.

"Lov om andring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love". <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=27608>

Lassen, T. "Specialization of Covered Bond Issuers in Europe" Housing Finance International vol. 20, no. 2 (2005): 3-12.

Schwarcz, Steven L. "The Conundrum of Covered Bonds" Business Lawye, no. 66 (2011): 561-586.

Sviatokum, I. O. "Dosvid zaprovadzhennia ipoteknykh tsinykh paperiv u krainakh Tsentralnoi Evropy" [Experience the introduction of mortgage securities in Central Europe]. Visnyk Chernihivskoho natsionalnoho tekhnichnoho universytetu, no. 4 (2012): 276-281.

Stocker, O. "Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures" Housing Finance International, Winter (2011): 32-40.

http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/coverbondsintheetufinancialsystem200812en_en.pdf