УДК 336.77.067.32

І.О. Святокум, здобувач
Харківський національний університет внутрішніх справ, м. Харків, Україна

ДОСВІД ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІПОТЕЧНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ЄВРОПИ

У статті розглянуто досвід формування ринку іпотечних цінних паперів у центральноєвропейських країнах (Польщі, Словаччині, Угорщині та Чехії). Сформульовано причини виявлених відмінностей, запропоновано шляхи використання отриманих даних для удосконалення ринку іпотечних цінних паперів в Україні.

Ключові слова: *іпотека, іпотечні цінні папери, спеціалізовані банки, емітенти іпотечних цінних паперів, будівельно-ощадні каси.*

В статье рассмотрен опыт формирования рынка ипотечных ценных бумаг в центральноевропейских странах (Польше, Словакии, Венгрии и Чехии). Сформулированы причины выявленных отличий, предложены пути использования полученных данных для усовершенствования рынка ипотечных ценных бумаг в Украине.

Ключевые слова: *ипотека, ипотечные ценные бумаги, специализированные банки, эмитенты ипотечных ценных бумаг, строительно-сберегательные кассы.*

The article examines experience of the development of the market of mortgage covered bonds in the Central European countries (Poland, Slovakia, Hungary and Czech Republic). Reasons of the identified discrepancies are formulated, the ways to use obtained data for the improvement of the market of mortgage covered bonds in Ukraine are proposed.

Key words: *mortgage, mortgage covered bonds, specialized banks, mortgage covered bonds issuers, building societies.*

Постановка проблеми. Хоча створення ефективно діючого ринку іпотечних цінних паперів вже протягом багатьох років вважається одним з пріоритетів розвитку фінансового ринку України, він і досі перебуває у зародковому стані. У процесі його формування робились спроби застосувати обидві найбільш поширені у світі моделі обігу іпотечних цінних паперів – американську (що, наприклад, проявилось у створенні Державної іпотечної установи) та європейську (наприклад, українські звичайні іпотечні облігації, в цілому, відповідають ознакам німецьких закладних листів). У зв'язку з цим цікавим є аналіз досвіду запровадження таких цінних паперів у інших постсоціалістичних країнах. Вибір чотирьох центральноєвропейських країн – Польщі, Словаччини, Угорщини та Чехії – обумовлений тим, що вони, як правило, є прикладом проведення ефективних ринкових реформ, мають між собою тісні господарські та культурні зв'язки. З іншого боку, ефективність впровадження ринку іпотечних цінних паперів у них відрізняється. З огляду на це, виділення підходів, які сприяли чи, навпаки, перешкоджали розвиткові цього ринку, дозволить краще зрозуміти особливості трансплантації цього інституту в умовах перехідної економіки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. З огляду на актуальність проблеми розвитку системи іпотечного кредитування в Україні та у постсоціалістичних країнах, аналізу зарубіжного досвіду в цій сфері присвячено значна кількість праць. Зокрема, аналіз розвитку іпотечного ринку в цілому та ринку іпотечних цінних паперів зокрема у зарубіжних держав проводився у роботах українських учених В.Д. Базилевича, Н.М. Внукової, О.О. Папаіки, В.Ю. Прокопенко, Є.О. Бублика та інших. Порівняльному аналізу функціонування іпотечних цінних паперів у різних країнах були присвячені праці таких зарубіжних економістів, як В.М. Полтерович, О. Штьокер, Дж. Ґолін тощо.

Метою статті є аналіз особливостей розвитку ринку іпотечних цінних паперів у центральноєвропейських постсоціалістичних державах на прикладі Польщі, Словаччини, Угорщини та Чехії, дослідження причин неоднорідності успіхів у впровадженні цього інституту та визначення можливості використання отриманого ними досвіду для розвитку ринку іпотечних цінних паперів в Україні.

Виклад основного матеріалу. Початок становлення ринку іпотечних цінних паперів у постсоціалістичних країнах Центральної та Східної Європи припадає на другу половину 90-х років XX ст. Як і у більшості країн континентальної Європи, домінуючою моделлю рефінансування іпотечних кредитів шляхом емісії цінних паперів з покриттям

у вигляді іпотечних зобов'язань у цих країнах є емісія спеціальних стандартизованих цінних паперів, заснованих на моделі німецьких закладних листів (Pfandbrief) [7, p. 283-284]. Зокрема, значний вплив німецького законодавства зазнали відповідні закони у Болгарії, Латвії, Литві, Польщі, Росії, Румунії, Словаччині, Угорщині, Чехії, а також Україні [7, с. 311-312].

Досліджувані країни досить рано розробили законодавство про іпотечні цінні папери. Так, у Чехії та Словаччині емісія іпотечних цінних паперів була можлива ще з 1992 року, в Угорщині та Польщі відповідні закони були прийняті у 1997 році. Разом з цим слід зазначити, що в Угорщині та Польщі під час формування іпотечного ринку була здійснена спроба створення спеціалізованої іпотечної установи за американським взірцем, однак особливих успіхів вона не мала [2, с. 280].

В усіх чотирьох країнах іпотечні цінні папери відносяться до європейського типу, тобто облігацій з іпотечним покриттям (Mortgage Covered Bonds). У Польщі, Чехії та Словаччині іпотечні цінні папери відомі як іпотечні заставні листи (що є буквальним перекладом німецького терміна Pfandbrief), в Угорщині – як іпотечні листи.

Досліджувані країни по-різному визначають емітента іпотечних цінних паперів. Якщо у Польщі та Угорщині емітентом може бути лише спеціалізована фінансова установа – іпотечний банк (у Польщі право емісії заставних листів в окремому порядку надано також Банку національного господарства), то у Чехії та Словаччині емітентами можуть виступати універсальні фінансові установи, які отримали спеціальну ліцензію національного банку.

Незважаючи на в цілому подібну модель функціонування ринку іпотечних цінних паперів, рівень його розвитку у країнах регіону суттєво відрізняється. Якщо у Чехії, Словаччині та Угорщині іпотечні цінні папери активно обертаються на фінансових ринках, то у Польщі вони досі не набули популярності серед інвесторів та емітентів. Так, обсяг іпотечних облігацій в обігу в Польщі на кінець 2011 року становив лише 527 млн євро, у той час як у Чехії – 8546 млн євро, у Словаччині – 3768 млн євро, в Угорщині – 5175 млн євро [1]. Показовою є й питома вага іпотечних цінних паперів у структурі фінансування іпотечних кредитів. У Польщі загальна вартість іпотечних цінних паперів в обігу становить лише 0,73 % від загальної суми заборгованості за житловими іпотечними кредитами, в Угорщині – 22,78 %, у Словаччині – 32,07 %, у Чехії – 42,39 % (табл. 1). При цьому заборгованість за іпотечними кредитами у Польщі перевищує відповідний показник у інших трьох країнах, а темпи її зростання для всіх чотирьох держав приблизно однакові – за період 2003-2011 рр. воно знаходилось у межах 730 % (за виключенням Угорщини – 291 %).

Таблиця 1

Динаміка розвитку ринку іпотечних цінних паперів

Країна	Показники	Роки								
		2003	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Угорщина	Іпотечні цінні папери в обігу (млн євро)	3568	4962	5072	5924	5987	7105	7375	6323	5175
	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами (млн євро)	5805	7766	10608	13242	17457	22629	22425	24853	22719
	Співвідношення між вартістю іпотечних цінних паперів в обігу та заборгованістю за житловими іпотечними кредитами (%)	61,46	63,89	47,81	44,74	34,30	31,40	32,89	25,44	22,78

Закінчення табл. 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Словаччина	Іпотечні цінні папери в обігу (млн євро)	510	1052	1583	2214	2738	3576	3608	3442	3768
	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами (млн євро)	1415	2196	3078	4212	6773	8536	9469	10849	11751
	Співвідношення між вартістю іпотечних цінних паперів в обігу та заборгованістю за житловими іпотечними кредитами (%)	36,04	47,91	51,43	52,56	40,43	41,89	38,10	31,73	32,07
Польща	Іпотечні цінні папери в обігу (млн євро)	160	220	558	453	676	561	583	511	527
	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами (млн євро)	8693	9642	14646	22795	35966	56539	56630	67669	72501
	Співвідношення між вартістю іпотечних цінних паперів в обігу та заборгованістю за житловими іпотечними кредитами (%)	1,84	2,28	3,81	1,99	1,88	0,99	1,03	0,76	0,73
Чехія	Іпотечні цінні папери в обігу (млн євро)	1638	1956	4452	5543	8245	8098	8314	8513	8546
	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами (млн євро)	2419	3772	6114	8140	12959	16012	16975	18557	20161
	Співвідношення між вартістю іпотечних цінних паперів в обігу та заборгованістю за житловими іпотечними кредитами (%)	67,71	51,86	72,82	68,10	63,62	50,57	48,98	45,87	42,39

Джерело: складено автором за даними Європейської іпотечної федерації [6] та Європейської ради із закладних листів [1].

Вказуються різні причини низького рівня розвитку ринку іпотечних цінних паперів у Польщі. У доповіді Національного банку Польщі про ситуацію на ринку житлової та комерційної нерухомості у Польщі у 2011 році констатувалось, що у країні й надалі діє депозитна модель фінансування сектору житлової нерухомості, що пов'язано передусім зі структурними особливостями фінансової системи, орієнтованої на великі універсальні банки. При цьому аналітики регулятора вказують на те, що в цих умовах банківський ризик переноситься на публічний сектор через гарантування депозитів, що, у свою чергу, створює моральний ризик (moral hazard) як з боку фінансових установ, так і з боку клієнтів [11, с. 23]. Таким чином, однією з ключових причин низької ефективності іпотечних цінних паперів у Польщі є відсутність зацікавленості комерційних банків в емісії іпотечних цінних паперів. На це вказують й експерти Світового банку, зазначаючи, що «навіть у країнах з відносно добре розвиненими первинними іпотечними ринками успіхи у запровадженні іпотечних цінних паперів не мають універсального характеру. Однією з основних причин є відсутність у емітентів потреби у фінансуванні за рахунок ринків капіталів… Якщо позичальники не обмежені у капіталі або ліквідності, вони можуть розглядати іпотечні цінні папери як занадто дорогий та складний інструмент» [1].

Для Угорщини характерною рисою розвитку вторинного іпотечного ринку є значна роль держави у його функціонуванні. Так, з самого початку запровадження іпотечних цінних паперів у країні діяла політика субсидіювання, що засновується на трьох ключових елементах:

- субсидіювання відсоткових ставок за житловими іпотечними кредитами, які фінансуються за рахунок іпотечних цінних паперів;
- звільнення від оподаткування доходу за іпотечними цінними паперами;
- участь держави у статутному капіталі двох з трьох іпотечних банків, що забезпечувало емітованим іпотечним цінним паперам високого кредитного рейтингу [5, с. 309].

В умовах фінансової кризи угорський уряд запровадив ще один інструмент державної підтримки – програми придбання іпотечних цінних паперів.

Слід зазначити, що незважаючи на достатньо активний обіг іпотечних цінних паперів в Угорщині, середні ставки за іпотечними кредитами в Угорщині найвищі серед чотирьох аналізованих країн (табл. 2). З одного боку, це пов'язано зі значною концентрацією капіталу на ринку іпотечних цінних паперів: на сьогодні в країні діють лише 3 іпотечні банки – OTP Іпотечний Банк, FHB Іпотечний Банк та UniCredit Іпотечний Банк [10]. Це багато в чому зумовлено активною роллю держави у процесі функціонування ринку, а також вимогою щодо спеціалізації емітентів. В умовах фінансової системи, що розвивається, спеціалізацію лише на діяльності у сфері іпотеки може дозволити лише обмежена кількість банків.

Таблиця 2

Динаміка середніх ставок за іпотечними кредитами (%)

Країна	Роки						
	2005	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
Чехія	3,98	4,36	5,34	5,69	5,61	4,23	3,56
Угорщина	5,93	5,82	6,42	7,23	9,23	9,44	12,54
Польща	3,5	5,74	6,09	8,05	7,32	6,58	7
Словаччина	4,65	6,3	6,23	6,2	5,5	5,04	5,27

Джерело: Європейська іпотечна федерація [6].

Важливою рисою, що відрізняє розвиток іпотечного ринку в Чехії та Словаччині, є адаптація ними іншого німецького інституту – ощадно-будівельних кас. Уряди активно субсидували їх діяльність, що сприяло їх привабливості для значної кількості громадян. Так, В. Полтерович вказує, що за 10 років роботи ощадно-будівельних кас у Чехії та Словаччині (запроваджені у 1993 та 1992 роках відповідно) до їх діяльності були залучені 44,6 % та 50 % громадян відповідно [1, с. 16]. Окрім того, що ці установи підготували інституційну базу для подальшого розвитку іпотечного ринку, вони мали й інший важливий для розвитку іпотечних цінних паперів ефект. Їх діяльність сприяла орієнтації позичальників на спеціалізовані установи, а не універсальні банки, як це сталось у Польщі. У Чехії та Словаччині ощадно-будівельні каси тісно пов'язані з банками-емітентами іпотечних цінних паперів. Так, у Чехії діє 5 будівельно-ощадних кас [8], з яких лише одна не входить до складу фінансової групи одного з 8 банків-емітентів іпотечних цінних паперів. Одна з трьох [6] будівельно-ощадних кас у Словаччині входить до складу фінансової групи банку-емітента іпотечних цінних паперів. Наслідком названого поєднання є відносно низькі відсоткові ставки за іпотечними кредитами (3,56 % у Чехії та 5,27 % у Словаччині), а також достатньо високий рівень розвитку іпотечного ринку. За цих умов банки зацікавлені в емісії іпотечних цінних паперів; так, за даними Національного банку Словаччини у 2012 році найчастіше емітованими банками цінними паперами були саме іпотечні [10, с. 34].

Як і у випадку Угорщини, у Чехії та Словаччині надавалась державна підтримка розвитку іпотечних цінних паперів (наприклад, звільнення доходів від цих фінансових інструментів від оподаткування). Разом з цим, на відміну від Угорщини, розвиткові ринку сприяло не лише субсидіювання з боку уряду, але й наявна інституційна база іпотечного ринку.

Висновки. Незважаючи на схожі умови економічного розвитку та подібність обраної моделі функціонування іпотечного ринку, результати його розвитку виявились різними. У Польщі іпотечні цінні папери не набули значного поширення; в Угорщині, незважаючи на відносно розвинений ринок іпотечних цінних паперів, відсоткові ставки за іпотечними кредитами є достатньо високими та виявляють тенденцію до підвищення; у Чехії та Словаччині діє достатньо розвинений ринок іпотечних цінних паперів, при чому відсотки за іпотечними кредитами відносно низькі.

Як основні причини, які до цього привели, можна виділити:

1. Послідовне впровадження однієї моделі функціонування іпотечного ринку в Чехії та Словаччині й частково – в Угорщині. На момент перших емісій іпотечних цінних паперах у цих державах вже розпочався процес формування спеціалізованих установ іпотечного ринку. Це, у свою чергу, створило інституційні передумови для успішної емісії та обігу іпотечних цінних паперів. Натомість, у Польщі іпотечні цінні папери були запроваджені в умовах домінування на іпотечному ринку універсальних банків, які слабо зацікавлені в емісії таких фінансових інструментів.

2. Значна державна підтримка надана фінансуванню іпотечних кредитів за рахунок емісії іпотечних цінних паперів. Хоча така підтримка й означає використання публічних коштів для фінансування розвитку ринку іпотечних кредитів, її надання не переносить банківські ризики на суспільство в цілому, як це відбувається при депозитній моделі фінансування за рахунок державної гарантії вкладів.

3. Застосування моделі, за якою емітентами іпотечних цінних паперів є спеціалізовані банки (Польща, Угорщина), показало її відносно низьку ефективність в умовах перехідної економіки, особливо в умовах розвинутих універсальних банків. В Угорщині ця проблема була частково компенсована значною державною підтримкою іпотечних банків, однак рівень розвитку вторинного іпотечного ринку в цій країні виявився нижчим, ніж у Чехії та Словаччині, де емітентами іпотечних цінних паперів можуть ставати універсальні банки, отримавши ліцензію центрального банку. З одного боку, процедура ліцензування дозволяє знизити ризики інвесторів, як і при застосуванні моделі спеціалізованого банку, а з іншого – є більш привабливою для банків.

4. Практика орієнтації на державну підтримку функціонування іпотечних цінних паперів без забезпечення відповідної ринкової інфраструктури не приносить бажаних ефектів. Навіть якщо обіг іпотечних цінних паперів є достатньо високим, це не гарантує виконання ними завдань, які перед ними ставляться: зниження ризиків, диверсифікацію джерел фінансування та, у підсумку, здешевлення іпотечних кредитів.

Враховуючи, що в Україні обіг іпотечних цінних паперів настільки низький, що не здійснює помітного впливу на ринок іпотечного кредитування, доцільним є використання і в нашій країні висновків, зроблених з досвіду обігу цих фінансових інструментів у країнах Центральної Європи. Так, застосування моделі будівельно-ощадних кас за умов державної підтримки у вигляді гарантій, податкових пільг та часткової участі у їх фінансуванні може забезпечити не лише умови для подальшого впровадження іпотечних цінних паперів як повноправного інструменту фінансового ринку, але й сприяти підвищенню доступності нерухомості, передусім – житлової. Окрім цього, досвід Польщі та, частково, Угорщини показує, що застосування моделі державної іпотечної установи за американським взірцем

не досить ефективно поєднується з емісією іпотечних цінних паперів європейського типу, що свідчить про необхідність перегляду її статусу.

Список використаних джерел

1. *Полтерович В. М.* Строительные общества и становление ипотечного рынка / В. М. Полтерович, О. Ю. Старков, Е. В. Черных // Недвижимость и инвестиции. Правовое регулирование. – 2004. – № 4 (21) – С. 13-18.

2. *Харіна Н. В.* Можливості застосування досвіду впровадження інститутів житлового іпотечного кредитування в країнах з перехідною економікою / Н. В. Харіна // Інноваційна економіка. – 2011. – № 5(24). – С. 278-284.

3. *Chiquier L.* Mortgage Securities in Emerging Markets / Loïc Chiquier, Olivier Hassler, and Michael Lea. World Bank Policy Research Working Paper 3370, August 2004 http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/08/26/000160016_20040826171659/Rendered/PDF/wps3370.pdf.

4. *ECBC* European Covered Bond Fact Book 2012. – 588 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://intranet.hypo.org/docs/1/GMKLLAPBDIBNAHOKLLDIMBFHPDWY9DBDT1TE4Q/EMF/Docs/DLS/2012-00075.pdf.

5. *Golin J.* Covered Bonds: Beyond Pfandbriefe : Innovations, Investment and Structured Alternatives / Jonathan Golin. – London : Euromoney Books, 2006. – 326 p.

6. *Hypostat* 2011. A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets. – 108 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.hypo.org/Objects/6/Files/HYPOSTAT 2011.pdf.

7. *Josipović T.* Njemački model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama / Tatjana Josipović // Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu. – 2006. – Posebni broj, Vol.56. – Str. 218-314.

8. *Ministerstvo* financí České republiky. Stavební spořitelny v ČR [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_stavebni_sporitelny.html.

9. *Ministerstvo* financií Slovenskej republiky. Stavebné sporiteľne [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=4434.

10. *Národná* banka Slovenska. Analýza slovenského finančného sektora za prvý polrok 2012. – Národná banka Slovenska, 2012. – 118 s. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analyzy/protected/AnalyzaSFS1p2012_p.pdf.

11. *Pénzügyi* Szervezetek Állami Felügyelete. A hitelintézeti szektor 2012. III. negyedéves részletes adatai (eszközök, források, eredmény, egyéb) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pszaf.hu/bal_menu/jelentesek_statisztikak/statisztikak/hiteladat_bev.html.

12. *Raport* o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r. / Narodowy Bank Polski ; Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi. – Warszawa, 2012. – 122 s. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/index_pre.html.