

ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ В СИСТЕМЕ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

Эффективное развитие системы ипотечного жилищного кредитования предполагает наличие свободных «длинных» денег, которые могут быть направлены на выдачу ипотечных кредитов. В настоящее время большинство первичных кредиторов не располагают достаточным количеством денежных средств, которые можно направить на развитие ипотечного кредитования. В таких условиях наиболее эффективной и обоснованной мерой является наличие механизма рефинансирования (мобилизация коммерческими банками ресурсов для покрытия выданных кредитов или текущего кредитования ¹⁾ ипотечных кредитов и выпуск ипотечных ценных бумаг, свободно размещаемых среди инвесторов. Федеральный закон Российской Федерации «Об ипотечных ценных бумагах» № 152-ФЗ от 11 ноября 2003 года в редакции Федерального закона РФ № 193-ФЗ ²⁾ от 29 декабря 2004 года (далее – Закон), устанавливая законодательные основы для привлечения в сферу ипотечного жилищного кредитования долгосрочных ресурсов, призван создать эффективный механизм такого рефинансирования.

Закон регулирует отношения, возникающие при выпуске, эмиссии, выдаче и обращении ипотечных ценных бумаг, за исключением закладных, а также при исполнении обязательств по указанным ценным бумагам. В нем дается понятие ипотечных ценных бумаг и указываются их виды. Согласно статье 2 Закона ипотечными ценными бумагами являются облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия. Облигацией с ипотечным покрытием признается такая облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. Ипотечный сертификат участия – это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Законом. Федеральным законом РФ от 29 декабря 2004 года статья 2 Закона дополнена абзацем, дающим определение жилищной облигации с ипотечным покрытием. Под ней понимается облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят только права требования, обеспеченные залогом жилых помещений. На наш взгляд, указанный абзац дополняет ипотечные ценные бумаги еще одной – жилищной облигацией с ипотечным покрытием, поскольку понятие «облигация с ипотечным покрытием» и «жилищная облигация с ипотечным покрытием» являются не тождественными, ибо, по логике законодателя, в состав ипотечного покрытия жилищной облигации с ипотечным покрытием могут входить только права требования, обеспеченные залогом *жилых помещений*. В свою очередь понятие «облигации с ипотечным покрытием» является более широким, так как не содержит прямого указания на характер прав требований, составляющих ипотечное покрытие таких облигаций. В связи с этим, считаем целесообразным расширить понятие ипотечной ценной бумаги, данной в абзаце первом статьи 2 Закона, изложив названный абзац в следующей редакции: «ипотечные ценные бумаги-облигации с ипотечным покрытием, ипотечные сертификаты участия, жилищные облигации с ипотечным покрытием».

Необходимость формулировки очевидна, поскольку из анализа указанной статьи можно сделать вывод, что Законом регламентируются отношения, возникающие при выпуске, обращении, выдаче и эмиссии всех трех типов ипотечных ценных бумаг-облигаций с ипотечным покрытием, ипотечного сертификата участия и жилищной облигации с ипотечным покрытием. В противном случае неоднозначное толкование положений статьи 2 Закона относительно видов ипотечных ценных бумаг на практике может породить сложности в применении норм Закона.

Само понятие ценных бумаг содержится в ряде нормативно-правовых актов, в частности, определение ценной бумаги дается в статье 142 Гражданского кодекса РФ: «Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении». В статье 143 Гражданского кодекса называются виды ценных бумаг, перечень которых не носит закрытого характера. Иные виды ценных бумаг закрепляются в отдельных нормативно-правовых актах.

Так, Федеральный закон РФ «О рынке ценных бумаг» ³⁾ регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. В данном Законе также дается определение эмиссионным ценным бумагам, в том числе и облигации. Под облигацией понимается эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. ~~Облигация может предусматривать также право ее владельца на получение фиксированного в ней~~

процента от ее номинальной стоимости либо иные имущественные права. Доходом по облигации является процент (дисконт). Статьи 27.2 и 27.3 рассматриваемого Закона регламентируют особенности эмиссии и обращения облигаций с обеспечением и облигаций с залоговым обеспечением. Отличие облигаций с залоговым обеспечением от облигаций с ипотечным покрытием и жилищных облигаций с ипотечным покрытием состоит в том, что в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» речь идет о «первичном» залоге, когда исполнение обязательств обеспечивается залогом. В качестве предмета залога могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество. Это означает, что в этом случае ипотека на недвижимое имущество возникает один раз. В Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах» исполнение обязательств по облигациям с ипотечным покрытием и по жилищным облигациям с ипотечным покрытием обеспечивается залогом ипотечного покрытия. В свою очередь ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и(или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте РФ или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество в случаях, предусмотренных названным законом. Таким образом, при использовании ипотечных ценных бумаг залогом является ипотечное покрытие, состоящее из совокупности требований, обеспеченных ипотекой или закладными. Другими словами, в отличие от иных залогов недвижимого имущества такой залог является как-бы «залогом залогов».

Учитывая, что ипотечные ценные бумаги являются некоторой производной от понятия ценных бумаг, считаем необходимым проанализировать общее понятие ценных бумаг, а также их правовую природу.

В теории ценных бумаг единых взглядов по указанному вопросу не существует. Так, В.А. Боровкова определяет ценные бумаги как денежные инструменты, удостоверяющие право собственности на капитал или отношения займа владельца документа к лицу, выпустившему такой документ (эмитенту), видя в них как объект рынка ценных бумаг. Иначе говоря, В.А. Боровкова рассматривает ценные бумаги больше с экономической точки зрения, нежели с юридической, поэтому признает за ними такое качество, как форму существования капитала, отличную от товарной, производственной и денежной. В качестве формы капитала ценная бумага может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Основными требованиями, которым должна отвечать ценная бумага, по мнению В.А. Боровковой, являются: обращаемость на рынке, доступность для гражданского оборота, стандартность, серийность, регулируемость, признание государством, ликвидность, рискованность, обязательность исполнения. Основными же функциями ценной бумаги как объекта гражданских прав и объекта рынка ценных бумаг выступают: регулирование денежного обращения; мобилизация денежных средств и временно свободных финансовых ресурсов; источник инвестиций; кредитно-расчетный инструмент; предоставление ряда гражданских прав (право на участие в управлении, право на соответствующую информацию); обеспечение получения дохода на капитал и(или) возврата самого капитала.

Как юридическая категория, ценная бумага, по утверждению В.А. Боровковой, определяет следующие права: право владения ценной бумагой, удостоверение соответствующих имущественных и обязательственных прав, право управления, удостоверение передачи или получения собственности⁴.

А.Ю. Бушев выделяет ряд характерных признаков ценной бумаги. В частности, основным из признаков он называет документарность. По его мнению, вне документа бумага существовать не может. Соответственно статья 149 Гражданского кодекса РФ и статья 2 Федерального закона РФ «О рынке ценных бумаг» являются исключением, поскольку в них речь идет о бездокументарных ценных бумагах. По утверждению А.Ю. Бушева, термин «бездокументарность» неудачен по отношению к ценным бумагам, так как документ присутствует в виде записи по счету депо или в виде записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг. Следующий правовой феномен ценной бумаги, по мнению А.Ю. Бушева, состоит в публичной достоверности и презентационности⁵. Другим признаком ценной бумаги он считает формальность. Это значит, что документ может быть признан ценной бумагой лишь в случае соответствия его форме и реквизитам, определенным в законе или в установленном им порядке для ценной бумаги данного вида. Ценная бумага, как правило, удостоверяет имущественные права, а иногда и право на управление (например, акции). Именно эти права являются тем, что составляет содержание документа как ценной бумаги. А.Ю. Бушев делит отдельные виды ценных бумаг на две категории: бумаги с обязательно-правовым и вещно-правовым содержанием. Число бумаг с обязательно-правовым содержанием превалирует над бумагами с вещно-правовым содержанием. К первой категории относятся акции, облигации, вексель, чек и т.д., поскольку перечень носит не исчерпывающий характер. Что касается бумаг, относящихся ко второй категории, то к ним А.Ю. Бушев относит товарораспорядительные ценные бумаги (коносамент). Такие ценные бумаги удостоверяют не право требования владельца бумаги на получение денежных средств или натурального имущества, совершения должником каких-либо действий,

а само право собственности или иное вещное право на определенное в документе имущество⁶. Учитывая изложенную классификацию, полагаем, что такой вид ценной бумаги, как ипотечный сертификат участия, определенный Федеральным законом РФ «Об ипотечных ценных бумагах», в качестве одного из видов ипотечных ценных бумаг можно отнести к категории ценных бумаг с вещно-правовым содержанием. Данное предположение можно сделать, исходя из определения, содержащегося в статье 2 этого закона: «... ипотечный сертификат участия – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие...»

Рассматривая понятие ценных бумаг, нельзя не затронуть их классификацию. Ценные бумаги классифицируют по различным признакам. Не ставя перед собой целью рассмотреть все имеющиеся классификации ценных бумаг, тем не менее, остановимся на классификации ценных бумаг по самым общим основаниям и по тем признакам, которые носят нормативный характер.

В.А. Боровкова приводит классификацию ценных бумаг по таким признакам, как: происхождение – основные и производные; срок существования – срочные и бессрочные; уровень риска – рисковые, малорисковые, безрисковые; форма – эмиссионные и неэмиссионные и др. Согласно статье 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» эмиссионной ценной бумагой признается любая ценная бумага, характеризующаяся тем, что она закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных федеральным законом формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги. Названный Закон относит к эмиссионным ценным бумагам акции, облигации, опционы эмитента. Неэмиссионной ценной бумагой (индивидуальной) признается ценная бумага, выпускаемая поштучно или небольшими сериями⁷. Статья 145 Гражданского кодекса РФ закрепляет классификацию ценных бумаг по способу легитимации управомоченного лица. А.Ю. Бушев под легитимаций понимает конкретный порядок, в соответствии с которым определяется лицо, имеющее имущественное право (или их совокупность), удостоверенное ценной бумагой. По этому основанию ценные бумаги делятся на предъявительские, именные и ордерные. Статья 149 Гражданского кодекса РФ различает ценные бумаги, выпускаемые в виде отдельных единых документов и выпускаемые в бездокументарной форме. Деление по указанным классификационным признакам прослеживается и в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» (ст. 2). Так, именными эмиссионными ценными бумагами Закон признает ценные бумаги, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требует обязательной идентификации владельца. Эмиссионными ценными бумагами на предъявителя служат ценные бумаги, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав не требуют идентификации владельца. Документарной формой эмиссионных ценных бумаг является форма этих бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или в случае депонирования такового на основании записи по счету депо. Бездокументарной формой эмиссионных ценных бумаг признается такая форма, при которой владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или в случае депонирования ценных бумаг на основании записи по счету депо. В статье 8 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» установлено, что именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами; эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме. В статье 9 Федерального закона РФ «Об ипотечных ценных бумагах» закрепляется возможность эмитента осуществить выпуск облигаций с ипотечным покрытием в одной из форм, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», – документарной или бездокументарной. Изложенная формулировка позволяет сделать вывод, что облигации с ипотечным покрытием могут быть как именными, так и на предъявителя. В названной статье содержатся обязательные реквизиты, которые должны присутствовать в сертификатах подобных облигаций. По мнению М.М. Агаркова, в бумагах на предъявителя в наибольшей степени достигается воплощение самого права, которое выражено в ценной бумаге, поэтому он определяет ценную бумагу на предъявителя как «такую ценную бумагу, в которой субъект права означен как предъявитель или которая в силу закона рассматривается так же, как если бы он был означен таким способом»⁸. М.М. Агарков отмечает, что ценные бумаги на предъявителя по своей природе обладают публичной достоверностью, то есть связаны с ограничением возражений со стороны должника против требования предъявителя. Причем подобное свойство, по утверждению автора, естественно связано с характером ценной бумаги на предъявителя⁹.

В отличие от облигаций с ипотечным покрытием ипотечные сертификаты участия являются именными ценными бумагами (ст. 2), не будучи, однако, эмиссионными ценными бумагами, в связи с чем положения Федерального закона «О рынке ценных бумаг» не распространяют на них свое действие

относительно формы. Согласно статье 20 Федерального закона РФ «Об ипотечных ценных бумагах» «права, удостоверенные ипотечным сертификатом участия, фиксируются в бездокументарной форме».

Практика показывает, что большинство инвесторов предпочитают облигации, учитывая их характеристики. Смысл облигаций состоит в том, что покупатель облигаций ссуживает деньги их эмитенту. Должник обязуется вернуть кредитору деньги в назначенный срок и за пользование ими платить ему проценты. По мнению Б.И. Алехина, это выгодно отличает облигацию от других видов ценных бумаг. Облигации представляются оптимально ценной бумагой, они предельно ликвидны, а сделки с облигациями не влияют на цены¹⁰. Как правило, периодические платежи по облигациям заранее известны, известна и сумма, которая будет выплачена в конце срока обращения облигации. Это означает, что доход инвестора по облигациям вполне предсказуем. Он выражается в потоке заранее известных платежей в известные сроки, чего нельзя сказать относительно акций, поэтому акции – наиболее рискованный, хотя и наиболее доходный, вид вложений¹¹. В зависимости от срока обращения (период между датой выпуска и датой погашения) облигации делят на краткосрочные (1–3 года); среднесрочные (до 10 лет) и долгосрочные (10 и более лет). Особенность процентной ставки по облигациям такова, что она должна быть достаточно высокой, чтобы инвесторы покупали облигации, но не такой высокой, чтобы эмитенты смогли полностью выплатить проценты. С точки зрения Б.И. Алехина, для того чтобы облигация была рыночной, она должна обладать переводимостью, то есть способностью переходить из собственности одного лица в собственность другого, что очень просто в случае предъявительской облигации и гораздо сложнее при именной облигации. Федеральный закон РФ «О рынке ценных бумаг» предусматривает обращение облигаций с обеспечением и облигаций с залоговым обеспечением. Это нечто иное, чем облигации с ипотечным покрытием, на что указывалось выше. Б.И. Алехин отмечает, что инвесторы, покупая облигации, рискуют своим капиталом, поэтому эмитент должен заложить свое имущество под обеспечение взятых на себя обязательств по погашению облигаций. В случае если залог оформлен закладной, то облигация именуется закладной облигацией (mortgage bond). Закладная на материальные активы – самое надежное обеспечение, поскольку активы эмитента отделяются от него и передаются под контроль третьего лица – корпоративного траста (доверенного лица)¹². Как отмечалось, облигации в отличие от акций приносят сравнительно небольшой, но стабильный доход, более высокий, чем проценты по вкладу в банке. Это наиболее надежный способ размещения средств на фондовом рынке, поскольку облигации – ценные бумаги с заранее определенным доходом в виде процентных платежей и возможного прироста рыночной стоимости облигаций. Инвестиции в облигации гораздо надежнее, чем инвестиции в акции, поскольку цены на облигации не подвержены резким падениям¹³. Исходя из указанных свойств облигаций, можно сделать вывод, что данный вид ценных бумаг имеет наибольшее значение для консервативных инвесторов, таких, как негосударственные пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы, поскольку в отличие от вложения в акции вложения в облигации являются менее рискованными и приносят стабильный, хотя и небольшой доход.

Если говорить об ипотечных ценных бумагах, то следует отметить, что их отличительной особенностью является наличие ипотечного покрытия. Существуют различные модели привлечения инвестиций на рынок жилищной ипотеки посредством ценных бумаг. К.И. Карабанова выделяет ипотечные облигации европейского типа (немецкие ипотечные облигации пфандбриф) и бумаги американского типа. Сравнивая названные виды ипотечных ценных бумаг, можно выявить основные различия, заключающиеся в том, что пфандбрифы выпускаются первичным кредитором, а не специальной организацией, как американские облигации. В России облигации с ипотечным покрытием близки по значению к пфандбрифам. Развитие рынка ипотечного кредитования непосредственно связано с механизмом секьюритизации. Под секьюритизацией понимается трансформация активов (прав требований) в ценные бумаги. Общеизвестно, что секьюритизация является универсальным средством привлечения инвестиций с помощью ценных бумаг. Секьюритизацию делят на балансовую и внебалансовую. Балансовая секьюритизация – выпуск ценных бумаг организацией, выдавшей ипотечные кредиты (права требования – активы остаются на балансе организации). Внебалансовая секьюритизация – продажа портфеля активов специализированной структуре¹⁴. Балансовая секьюритизация наиболее характерна для одноуровневой системы ипотечного кредитования, когда первичный кредитор сам выпускает ценные бумаги, причем для такого механизма характерно соединение функций эмитента ипотечных облигаций, кредитора, управляющей компании по обслуживанию ипотечных кредитов и ипотечных облигаций в одном лице¹⁵. Для пфандбрифов характерна балансовая секьюритизация. «Переводным ценным бумагам», распространенным при двухуровневой системе ипотечного кредитования, присущ механизм внебалансовой секьюритизации. Двухуровневая система предполагает наличие специального органа, который осуществляет выкуп пулов прав требований (активов), и на их основе производит выпуск ценных бумаг. Принципиальным различием между рассмотренными видами ипотечных ценных бумаг является распределение рисков между эмитентом и инвестором. По ипотечным облигациям банк-эмитент несет ответственность за выплату номинальной стоимости и процентов по

облигации; при выпуске же «переводных ценных бумаг» риск ложится целиком на инвестора¹⁶. При ипотечных ценных бумагах ипотечным агентом списываемые с баланса банка-кредитора активы передаются специально созданному юридическому лицу (ипотечному агенту), что, по мнению О. Иванова, гарантирует сохранность активов и защищает от рисков, связанных с хозяйственной деятельностью банков. В этих условиях инвестор принимает на себя исключительно риск отобранных ипотечных активов, благодаря чему можно существенно повысить рейтинг выпускаемых ценных бумаг. В России ипотечные облигации, выпущенные ипотечными агентами, могут получить максимально возможный рейтинг¹⁷.

Действующее законодательство в качестве эмитента облигаций с ипотечным покрытием предусматривает кредитные организации и ипотечных агентов (ст. 7 Закона). В статье 8 Закона в качестве одной из основных особенностей ипотечного агента называется ограничение предмета деятельности приобретением требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и(или) закладных. Таким образом, в настоящее время в Российской Федерации предусмотрена возможность проведения как балансовой, так и внебалансовой секьюритизации, тем самым в законодательстве закреплены возможности развития как одноуровневой, так и двухуровневой системы ипотечного кредитования.

Существует еще один вид ценных бумаг облигационного типа – закладные листы (ипотечные облигации) – долгосрочные ценные бумаги, представляющие собой долговые обязательства ипотечных кредитных институтов, обеспеченных заложенным в них недвижимым имуществом. На них базируется механизм рефинансирования ипотечных кредитов через банковские долгосрочные долговые обязательства, обеспеченные залогом недвижимости. Данный механизм в большей степени присущ одноуровневой системе ипотечного кредитования. Выдавший ипотечный кредит банк самостоятельно рефинансирует ипотечные кредиты за счет выпуска ценных бумаг облигационного типа – закладных листов. Такими эмитентами являются в основном ипотечные банки. Для системы закладных листов (ипотечных облигаций) характерно соединение функций эмитента закладных листов, кредитора, управляющей компании по обслуживанию ипотечных кредитов и закладных листов в одном лице (ипотечном банке)¹⁸. Как отмечалось ранее, выпуск закладных листов наиболее характерен для одноуровневой системы ипотечного кредитования, которая в условиях нестабильной экономической ситуации (в частности, применительно к России) более предпочтительна. Так, Д.Б. Пашов считает, что ценные бумаги, используемые для привлечения средств на вторичном рынке ипотечного кредитования и ценные бумаги англо-американской системы в правовой природе имеют коренное различие. Американские ценные бумаги являются инструментами, которые переносят право собственности на ипотечный актив, что невозможно при передаче российских ипотечных ценных бумаг, удостоверяющих только право требования. Европейские закладные листы выступают самостоятельным видом ценных бумаг, которые постепенно выделились из класса облигаций, благодаря самостоятельному регулированию их выпуска и обращению¹⁹.

Отметим, что некоторые авторы выделяют в мировой банковской практике два основных вида ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами: переходные обязательства (переходные ценные бумаги) и ценные бумаги типа облигаций²⁰. Переходные обязательства (pass-through securities) возникают, когда активы секьюритизированы (на их основе созданы ценные бумаги), собственностью на эти активы и соответствующие потоки денег «переходят» к инвесторам, в связи с чем и возникает такое название. Платежи, полученные по ипотечным кредитам, «переходят» к инвесторам как платежи по ценным бумагам. Существует несколько разновидностей бумаг такого рода. Владея названными ценными бумагами, инвесторы приобретают неделимую долю в пуле ипотечных кредитов, приносящую денежный доход. Каждый пул характеризуется «купонной ставкой», датой выпуска, датой погашения, датой выплат «купонного» дохода и обладает собственными характеристиками, отражающими специфику ипотечных кредитов, на основе которых выпущены соответствующие ценные бумаги²¹. Под купонной ставкой, или «доходностью», понимается «частное от деления годового купонного дохода на номинал облигации, она указывается в облигации и никогда не меняется»²².

Ценные бумаги типа облигаций – это облигации, обеспеченные ипотечными кредитами, представляющие собой общее долговое обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами. Дата погашения и выплаты по таким облигациям известны заранее. В определенные сроки выплачиваются проценты, а основной долг погашается по истечении ее срока. В связи с этим такие облигации имеют большее сходство с традиционными корпоративными облигациями, а не с переходными ценными бумагами. В отличие от переходных ценных бумаг выплаты по облигациям не связаны с платежами по обеспечивающим их ипотечным кредитам. Предмет обеспечения и объединяемые им потоки денежных средств принадлежат эмитенту, а сама облигация – инвестору. Для защиты инвесторов стоимость залогового обеспечения регулярно сверяется с рыночными ценами, и при необходимости залог пополняется таким образом, чтобы его хватило для выплаты номинальной стоимости облигаций и накопленных процентов в случае банкротства эмитента. Если стоимость залога опустится ниже

установленного минимального уровня, а также в случае банкротства эмитента, должен вмешаться попечитель, продав залог и погасив облигации. Указанные облигации обладают несколькими свойствами, привлекательными для эмитента: прежде всего это долговые обязательства, позволяющие эмитенту сохранить право собственности на залоговое обеспечение, извлекая из этого выгоду (получение платежей по ипотечным кредитам). Структуру данных облигаций легко подогнать под потребности эмитента. Для инвестора названные облигации привлекательны ~~благодаря тому, что не могут быть погашены эмитентом досрочно; особое залоговое обеспечение позволяет повысить рейтинг облигаций~~²³.

Помимо перечисленных видов ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, существует еще одна разновидность ценных бумаг – облигация, которая является гибридным финансовым инструментом и соединяет в себе некоторые свойства переходных ценных бумаг со свойствами облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами. Это проплачиваемая облигация (pay through bond), представляющая собой общее обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами. Она связывает поток денежных поступлений по ипотечным кредитам с потоком выплат по облигации. Это означает, что платежи по облигации проплачиваются платежами по ипотечным кредитам, в то время как сроки платежей по залоговому обеспечению и по облигации могут не совпадать, например, ежемесячные выплаты по залому и полугодовые выплаты по облигации. Проплачиваемая облигация принадлежит инвестору, эмитент же сохраняет за собой владение предметом залогового ипотечного обеспечения. Для эмитента такие облигации привлекательны по следующим обстоятельствам: потоки платежей по залоговому обеспечению и по облигации взаимосвязаны, поэтому механизм требует меньшего «резервного запаса» обеспечения, чем необходимо для облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, в связи с чем можно выпустить большее количество облигаций для одного и того же объема обеспечения. Указанный механизм не требует сверки стоимости залогового обеспечения с текущими рыночными ценами, что позволяет избежать расходов на пополнение предмета залога. Такая облигация может быть приспособлена к требованиям особого графика выплат процентного дохода или срока погашения. Эти облигации, включающие страхование и резервирование наличных средств, обладают улучшенным качеством и позволяют эмитенту выйти на рынок с надежным долговым инструментом.

Разновидностью проплачиваемых облигаций являются так называемые залоговые ипотечные обязательства (ЗИО) (collateralized mortgage obligation), представляющие собой многоклассовые облигации. В них потоки платежей, генерируемые предметом залога, связаны с потоками платежей по облигациям. На каждую дату выплат по облигациям будет получено достаточно денежных средств от предмета залога для выплаты всех процентов и части суммы основного долга по облигациям. Залоговые ипотечные обязательства имеют несколько классов облигаций: выплаты по основной сумме производятся отдельно для одного класса по порядку, а для следующего не производятся до тех пор, пока не будут сполна выплачены для предыдущего. Каждый класс облигаций имеет фиксированную дату погашения и определенную купонную ставку. Выплаты по облигациям «ранжированы»: выплаты процентов имеют наивысший приоритет, следом идут выплаты по основной сумме долга для первого транша, затем – для второго и т.д. Этот процесс продолжается до тех пор, пока не будет изъят из обращения последний транш облигаций, но из-за досрочного погашения долга по предмету залога облигации могут быть погашены значительно ранее установленного для них срока²⁴.

Новой ценной бумагой, предусмотренной Законом, выступает ипотечный сертификат участия. Г.Н. Шевченко ипотечный сертификат участия и инвестиционный пай относит к категории ценных бумаг «коллективного инвестирования», отмечая, что ипотечные сертификаты участия получают распространение в системе ипотечного кредитования в России и займут место между корпоративными и государственными ценными бумагами в структуре ипотечной привлекательности²⁵. Д. Степанов называет ипотечный сертификат участия «постэмиссионной ценной бумагой», которая по своей сути может быть отнесена к эмиссионным ценным бумагам. Главной отличительной особенностью ипотечного сертификата участия является закрепление вещного права его владельца – права общей собственности на имущество, входящее в состав ипотечного покрытия. Известно, что ни одна эмиссионная ценная бумага не удостоверяет вещное право, поэтому считаем обоснованной точку зрения А.Ю. Бушева, который указывает, что ипотечный сертификат участия является вещно-правовой ценной бумагой²⁶.

К.И. Карабанова основное различие между ипотечным сертификатом участия и облигацией с ипотечным покрытием видит в различном распределении риска между инвесторами и эмитентами. Облигации с ипотечным покрытием дают фиксированный доход, но риск у ее держателей ниже, чем у инвестора ипотечного сертификата участия, где на инвестора ложится риск досрочного погашения, что приводит к неопределенности в сроках погашения и величине периодических платежей. Досрочное погашение приводит к тому, что инвестору незапланированно возвращают часть вложенного капитала. Кроме того, владельцы ипотечных сертификатов участия несут риск неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие (ст. 18 Закона)²⁷.

О. Иванов отмечает, что деятельность ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов поставила под сомнение целесообразность введения такого вида ценной бумаги, как ипотечный сертификат участия, поскольку идея закрытых паевых инвестиционных фондов понятна участникам рынка и не требует изменения законодательной базы. Принятие же Закона повлекло стимулирование рыночных исследований, приведших к созданию рынка паев ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов, и сформировало уверенность в необходимости доработки Закона ²⁸.

Вышесказанное позволяет сделать вывод, что Федеральный закон РФ «Об ипотечных ценных бумагах» в числе ипотечных ценных бумаг предусматривает и облигацию с ипотечным покрытием, и жилищную облигацию с ипотечным покрытием, близких по своей сути к переходным ценным бумагам и к ценным бумагам типа закладных листов. Следует отметить, что в статье 3 проекта данного закона предусматривались следующие виды ипотечных ценных бумаг: закладные листы, ипотечные сертификаты участия и иные ценные бумаги, отнесенные к ипотечным ценным бумагам в соответствии с федеральными законами ²⁹. Закладные листы предлагалось определить как обеспеченные ипотечным покрытием эмиссионные ценные бумаги, удостоверяющие следующие права их владельцев:

- право на получение от эмитента закладных листов их номинальной стоимости в предусмотренные им сроки; эмитент вправе предусмотреть выплату номинальной стоимости закладных листов частями в течение всего срока их обращения (сквозные закладные листы);
- право на получение от эмитента закладных листов установленных процентов от номинальной стоимости; эмитент вправе установить фиксированный или переменный процент от номинальной стоимости;
- право на получение удовлетворения – в случае неисполнения эмитентом принятых на себя обязательств – из стоимости имущества, включенного в состав покрытия ипотечных ценных бумаг, преимущественно перед другими кредиторами эмитента; в случае, когда стоимости покрытия ипотечных ценных бумаг недостаточно для удовлетворения требований владельцев закладных листов, удовлетворение требований в части, превышающей стоимость покрытия, производится в обычном порядке.

По мнению И.Л. Осокиной и В.В. Смирнова, ипотечные ценные бумаги могут быть выпущены в виде закладных листов и иных ценных бумаг, причем они обязательно должны относиться к эмиссионным ценным бумагам и удостоверить право их владельца на получение от эмитента данных ценных бумаг денежных средств или в зависимости от условий их эмиссии иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости или иных имущественных прав в предусмотренные этими ценными бумагами сроки ³⁰. И.Л. Осокина и В.В. Смирнов отмечают, что ипотечные ценные бумаги могут быть выпущены в одной из следующих форм: именные документарные ипотечные ценные бумаги, именные бездокументарные ипотечные ценные бумаги; ипотечные ценные бумаги на предъявителя документарной формы выпуска (документарные ипотечные ценные бумаги на предъявителя) ³¹. Указанные формы прослеживались в статье 18 проекта Федерального закона РФ «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах» ³². Действующим законодательством предусмотрено, что ипотечные ценные бумаги (облигации с ипотечным покрытием) могут быть выпущены в одной из форм, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» (статья 9 Федерального закона РФ «Об ипотечных ценных бумагах»). В статье 16 Федерального закона РФ «О рынке ценных бумаг» содержится положение о том, что «именные эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме». Поскольку в Федеральный закон РФ «Об ипотечных ценных бумагах» не содержится указания на то, что именные облигации с ипотечным покрытием могут быть выпущены в документарной форме, как того требует статья 16 Федерального закона РФ «О рынке ценных бумаг», можно сделать вывод, что в настоящее время законодательство допускает существование облигаций с ипотечным покрытием в двух видах: именная бездокументарная облигация или облигация на предъявителя документарной формы. По действующему законодательству среди ипотечных ценных бумаг только сертификат участия может быть выпущен в документарной форме, несмотря на то, что является именной ценной бумагой, однако согласно пункту 2 статьи 20 Федерального закона РФ «Об ипотечных ценных бумагах» не рассматривается в качестве эмиссионной ценной бумаги. По проекту Федерального закона РФ «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах» ипотечный сертификат участия должен был относиться к эмиссионным ценным бумагам, что вытекает из самого названия проекта закона, и соответственно его выпуск и обращение должен был регламентироваться положениями Федерального закона «О рынке ценных бумаг», чего в действительности не произошло. Итак, все сказанное выше, позволяет заключить, что в российском законодательстве предусматривается конструкция ипотечных ценных бумаг, сочетающая в себе элементы одноуровневой и двухуровневой систем ипотечного кредитования (европейской и американской систем рефинансирования). Анализ

отдельных видов ипотечных ценных бумаг различных систем ипотечного кредитования дает возможность утверждать, что ипотечные ценные бумаги по своей правовой природе различны. Развитие института ипотечных ценных бумаг в России требует должного осмысления и значительной нормативной базы, поскольку на практике довольно затруднительно применить отдельно взятый вид ипотечных ценных бумаг, получивший распространение в странах Европы или Америки. Тем не менее, ипотечные ценные бумаги являются одним из наиболее эффективных и перспективных способов рефинансирования ипотечных кредитов, надежным инструментом, позволяющим привлечь достаточное количество дешевых и долгосрочных денежных ресурсов с финансового рынка, и быть наиболее востребованными прежде всего среди консервативных инвесторов.

ПРИМЕЧАНИЯ

- См.: Карабанова, К.И. Ипотечные ценные бумаги: понятие и виды // Законодательство и экономика. – 2004. – № 9. – С. 71.
- ² См.: Справочно-правовая система «Гарант».
- ³ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. (в редакции ФЗ РФ №182-ФЗ от 26.11.1998, № 139-ФЗ от 08.07.1999, № 121-ФЗ от 07.08.2001, № 185-ФЗ от 28.12.2002, № 58-ФЗ от 29.06.2004, № 89-ФЗ от 28.07.2004, № 16-ФЗ от 07.03.2005, № 61-ФЗ от 18.06.2005 // Справочно-правовая система «Гарант».
- ⁴ См.: Боровкова, В.А. Рынок ценных бумаг. – СПб. : Питер, 2005. – С. 66–67.
- ⁵ См.: Коммерческое право : учеб. / под ред. В.Ф. Попондопуло, В.Ф. Яковлевой. – СПб. : Изд-во СПб. ун-та, 1998. – Т. 1. – С. 168–171.
- ⁶ См. там же.
- ⁷ См.: Боровкова, В.А. Указ. раб. – С. 68–69.
- ⁸ Агарков, М.М. Избранные труды по гражданскому праву : в 2 т. – М. : Центр Юр ИнфоР, 2002. – Т. 1. – С. 110–111.
- ⁹ См. там же. – С. 161.
- ¹⁰ См.: Алехин, Б.И. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – С. 47.
- ¹¹ См.: Капитан, М. Паевые фонды: современный подход к управлению деньгами / М. Капитан, Д. Барановский. – СПб. : Питер, 2005. – С. 51.
- ¹² См.: Алехин, Б.И. Указ. соч. – С. 47, 56–57.
- ¹³ См.: Капитан, М. Указ. соч. – С. 53–54.
- ¹⁴ См.: Карабанова, К.И. Указ. соч. – С. 71–72.
- ¹⁵ См.: Пашов, Д.Б. Жилищное ипотечное кредитование в России // Право и государство. – 2005. – № 6. – С. 51.
- ¹⁶ См.: Карабанова, К.И. Указ. соч. – С. 73.
- ¹⁷ См.: Иванов, О. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.rusipote-ka.ru. «Рынок ценных бумаг» специально для портала «Ипотека в России» (Русипотека). – 2006. – Янв.
- ¹⁸ См.: Жилье: комплексный взгляд / под общ. ред. В.М. Агапкина. – М. : А.В.Ч., 2001. – С. 708–709.¹⁹
- См.: Пашов, Д.Б. Указ. соч. – С. 57.
- ²⁰ См.: Жилье: комплексный взгляд. – С. 704.
- ²¹ См. там же. – С. 704–705.
- ²² Алехин, Б.И. Указ. соч. – С. 48.
- ²³ См.: Жилье: комплексный взгляд. – С. 704–706.
- ²⁴ См. там же. – С. 706–708.
- ²⁵ См.: Шевченко, Г.Н. Ценные бумаги «коллективного инвестирования» // Журнал российского права. – 2005. – № 6. – С. 16.
- ²⁶ См. там же. – С. 17–18.
- ²⁷ См.: Карабанова, К.И. Указ. соч. – С. 77, 78.
- ²⁸ См.: Иванов, О. Указ. соч.
- ²⁹ <http://grachev.ru/>
- ³⁰ См.: Осокина, И.Л. Долгосрочное жилищное финансирование в современных экономических условиях Российской Федерации: опыт и рекомендации: Метод. пособие / И.Л. Осокина, В.В. Смирнов. – М., 2001. – С. 90.