

Особенности правового регулирования ипотечных ценных бумаг

Перспектива развития и совершенствования системы ипотечного кредитования в Российской Федерации в целом и ипотечных ценных бумаг как ее системообразующего элемента является одной из наиболее дискуссионных тем, обсуждаемых на самых различных уровнях с проведением общероссийских и региональных конференций, круглых столов, научных семинаров, парламентских слушаний. Главным предметом обсуждения является новая для современного российского законодательства, но не новая по своей правовой природе для российского гражданского права категория - «ипотечная ценная бумага». Это открыло дополнительные возможности в определении подходов к созданию правовой конструкции понятия «ипотечная ценная бумага». Итоговый текст вступившего в силу 11 ноября 2003 года Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» - результат компромисса между двумя основными вариантами - Правительства Российской Федерации и группы депутатов.

Главной целью написания данной статьи является анализ основных подходов к определению и регулированию ипотечных ценных бумаг, нашедших отражение в законе. В частном порядке важно определить, достигнуто ли единообразное понимание формы и содержания понятия «ипотечная ценная бумага», в том числе с учетом зарубежного опыта, обеспечивают ли предложенные конструкции достижение целей, ради которых они создаются.

Прежде чем переходить к рассмотрению нашего вопроса следует отметить, что в современной юридической и экономической литературе накоплен богатый содержательный материал по ипотечному кредитованию и ипотечным ценным бумагам.

Значительный опыт, накопленный дореволюционной Россией в конце XIX - начале XX века в области регулирования ипотечного кредитования, мировой опыт в странах с разными правовыми системами сформировали практически однозначное понимание основной правовой функции ипотечных ценных бумаг как инструмента рефинансирования системы ипотечного кредитования, ориентированной на рынок «длинных» денег, поскольку для развития рынка ипотечного кредитования главной проблемой является поиск долгосрочных инвестиций.

Разработка закона сопровождалась спорами о том, насколько необходимо принятие специального законодательства об ипотечных ценных бумагах. Выбор инструментов и форм, используемых для привлечения долгосрочных инвестиций на рынок ипотечного кредитования, наличие или отсутствие специального законодательства об ипотечных ценных бумагах, безусловно, зависит от целого ряда факторов. К числу таких факторов относятся: сложившаяся модель системы ипотечного кредитования, степень развития рынка ценных бумаг, а также, в целом, правовая система государства. Однако, несмотря на все различия, ценные бумаги, выпускаемые с целью рефинансирования ипотечных кредитов, объединяют повышенные требования к их качественным характеристикам, определяющим готовность инвесторов вкладывать в них долгосрочные ресурсы, то есть к их инвестиционной привлекательности.

Принятие специального законодательства, регламентирующего данный вид ценных бумаг, становится актуальным тогда, когда возникает дисбаланс между готовностью и потребностью рынка ипотечных кредитов к освоению значительных объемов средств и отсутствием или неприемлемостью для инвесторов существующих инструментов для привлечения инвестиций с целью рефинансирования вложений в ипотечные кредиты.

У многих современных исследователей возникает вопрос – «Достаточно ли только принять законодательство об ипотечных ценных бумагах, для того, чтобы можно было заявить о реально работающей системе ипотечного кредитования в России?». Общая экономическая ситуация в России в последнем десятилетии XX века не позволила современному российскому рынку ценных бумаг быть ориентированным на долгосрочные инвестиции. В настоящее время даже на рынке государственных ценных бумаг ГКО-ОФЗ доля ценных бумаг в обращении со сроками до погашения более трех лет составляет около 60 процентов и существенно увеличилась лишь за последний год. Однако если и рассматривать перспективы переориентации определенной доли инвестиций на рынке негосударственных ценных бумаг в долгосрочные активы, то осуществить это возможно именно путем использования ипотечных ценных бумаг. Только законодательно закрепленный механизм обеспечения обязательств по ипотечным ценным бумагам реальными активами эмитента в виде кредитов, обеспеченных залогом недвижимости (ипотекой), а также технологические возможности современного рынка ценных бумаг должны сыграть в этом процессе наиболее существенную роль.

Среди особых проблем оборота ипотечных ценных бумаг можно выделить проблему адаптации механизмов секьюритизации в разных правовых системах.

В последнее время проблема принятия законодательства об ипотечных ценных бумагах рассматривается в рамках общемировой тенденции секьюритизации, характеризующей текущее состояние финансового рынка. При этом упоминание уже ставшего расхожим слова «секьюритизация», прочно вошедшего в лексикон финансового рынка России, далеко не всегда проясняет суть излагаемого подхода, поскольку не сформировано единообразного понимания данного понятия. Для более полного понимания возможностей секьюритизации на рынке ипотечного кредитования ограничимся рассмотрением основных подходов к определению секьюритизации, процессов секьюритизации ипотечного рынка в рамках немецкой (европейской) модели, таких же процессов в рамках американской модели ипотечного кредитования.

В настоящее время наиболее популярной классификацией секьюритизации, приводимой в журнальных публикациях в также в разного рода дискуссиях и основанной на опыте США и Великобритании, следует считать деление секьюритизации, с учетом использования соответствующих финансовых техник, на традиционную и синтетическую.

Можно привести несколько примеров определения видов секьюритизации в рамках рассматриваемой классификации. «Традиционно под секьюритизацией понимают специальную финансовую технику, используя которую финансовые посредники (инвесторы, финансовые компании) получают возможность инвестировать в отдельные активы выбранной компании, не приобретая ее целиком или в части. Появлением механизмов синтетической секьюритизации и развитием рынка кредитных деривативов необходимость в непосредственной передаче секьюритизируемых активов практически отпадает. Экономический эффект достигается путем передачи конечным инвесторам экономического риска, связанного с первичным активом».[1]

«Как правило, основой для секьюритизации служат регулируемые финансовые поступления владельцу соответствующих активов. Права на поступления передаются владельцем активов в специализированную компанию (special purpose vehicle), которая и осуществляет заимствования на рынке путем выпуска обеспеченных ценных бумаг ... существенным достоинством является и то, что эмитентом долговых бумаг является абсолютно прозрачная компания, часто создаваемая только с целью

осуществления данной эмиссии. Дополнительным плюсом секьюритизации является возможность очистить баланс от проблемных активов путем передачи их в специализированную компанию.»[2]

Вместе с тем, изложенное определение традиционной секьюритизации в большей степени подошло бы для раскрытия термина «структурированное финансирование», сопровождающееся в изложенных случаях использованием инструментов рынка ценных бумаг. «Структурированное финансирование начало использоваться в США примерно 20 лет назад. Изначально оно было разработано для ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами (закладными). Суть схемы заключается в том, что банки формируют пул закладных на их основе выпускают долговые обязательства. Обязательства структурированы таким образом, что их держатель получает определенную долю доходов, генерируемых пулом закладных. При этом сам пул передается в управление так называемой «компании специального назначения», которая существует независимо от банка. Такое обособление пула закладных избавляет держателей долговых бумаг от риска банкротства банка. В свою очередь банк получает возможность убрать долгосрочные активы со своего баланса и тем самым повысить его ликвидность».[3]

Структурированное финансирование, необходимыми составляющими которого следует считать создание SPV и выпуск последним ценных бумаг, применяется в совершенно различных отраслях бизнеса и приоритетом в достижении целей создания таких схем является не столько собственно поиск долгосрочных ресурсов для рефинансирования, но оптимизация и снижение рисков. Однако, представляется, что этот процесс правильно называть секьюритизацией постольку, поскольку он неразрывно связан с использованием ценных бумаг. Это, очевидно, справедливо, и для синтетической секьюритизации, ключевым элементом является применение финансовых техник, обеспечивающих возможность переноса различных рисков, с использованием производных финансовых инструментов, к которым относятся и производные ценные бумаги. Именно ценные бумаги являются ключевым элементом определения секьюритизации, которая, в широком смысле, иногда определяется как «повышение роли ценных бумаг как формы заимствований. Процесс распределения риска путем агрегирования долговых инструментов в пул, а затем эмиссии новых ценных бумаг, обеспечиваемых данным пулом»[4]. С учетом более широкого подхода к определению секьюритизации целесообразно привести пример иной классификации видов секьюритизации, отражающей, однако, приведенные выше виды секьюритизации.

Секьюритизация может быть определена как конвертация кредитного требования или пула кредитных требований в свободнообращающиеся ценные бумаги. Секьюритизация бывает «внебалансовой» (данный тип секьюритизации обычно именуется «обеспеченна активами («asset-backed»), «балансовой» (именуемой «Pfandbrief-stile»), и «синтетической», - механизм которой разработан не так давно.

Мы уделили такое внимание секьюритизации для понимания возможностей ее использования на рынке ипотечного кредитования. Общепризнано, что секьюритизация в широком смысле, или повышение роли ценных бумаг как формы заимствований, является универсальным средством привлечения инвестиций с помощью ценных бумаг, что, как отмечено выше, является критичным для развития рынка ипотечного кредитования.

Следует отметить, что развитие системы ипотечного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг происходило различными путями. Выделяют европейскую и американскую модель развития ипотечного кредитования, а значит, существуют и

различия в правовом регулировании оборота ипотечных ценных бумаг.

Американская модель ипотеки, в отличие от европейской, характеризуется отсутствием специального законодательства об ипотечных ценных бумагах, что, в целом, объясняется существующей правовой системой, а, кроме того, очевидно, сбалансированностью рынком ипотечных кредитов и рынком ипотечных ценных бумаг, инвестиционная привлекательность которых достигается в значительной степени созданной системой государственной поддержки основных инфраструктурных организаций. Тем не менее, правовая природа ипотечных ценных бумаг в США заслуживает отдельного рассмотрения, поскольку при разработке российского проекта федерального закона «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах» этот вопрос не рассматривался.

Для европейской модели ипотечного кредитования присущи следующие характеристики:

1. Основа европейской модели ипотечного кредитования - одноуровневая модель с использованием закладных листов (балансовая секьюритизация ипотечного рынка).

2. Основа системы ипотечного кредитования - децентрализация операций и отсутствие государственной поддержки эмитентов закладных листов.

3. Основа управления рисками и обеспечения высокого кредитного качества закладных листов - законодательно урегулированный статус закладных листов и эмитентов закладных листов и жесткий государственный надзор.

4. Основные правовые характеристики закладных листов, определяющие их правовую природу и инвестиционную привлекательность (зафиксированы на уровне требований директив ЕС с тенденцией унификации национальных законодательств стран европейского союза):

- «долговой» (облигационный) характер обязательств;
- приоритет прав владельцев закладных листов при банкротстве банка - эмитента на удовлетворение своих требований из средств, полученных от реализации ипотечного покрытия, в первую очередь;
- законодательно определен состав ипотечного покрытия;
- эмитент - кредитное учреждение с установлением над ним жесткого государственного надзора.

Эффективность функционирования европейской системы ипотечного кредитования на принципах, изложенных выше, подтверждается в том числе стремительным ростом популярности немецких облигаций Pfandbrief на общеевропейском рынке. «В настоящее время рынок немецких закладных листов - крупнейший сегмент рынка облигаций Германии. Он занимает 6-е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг США и муниципальных облигаций США.»[5]

Проанализировав в целом правовую природу европейских и американских ипотечных ценных бумаг, как инструментов рефинансирования системы ипотечного кредитования, можно сделать вывод об отсутствии принципиальной разницы в механизмах привлечения средств, поскольку и в европейской, и в американской системе используются ценные бумаги, имеющие «долговую» природу, что еще раз подтверждает, что секьюритизация является универсальным средством привлечения инвестиций.

В США система отличается централизацией, когда на рынке ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью, абсолютно доминирует одна организация - «Фанни МЭЙ». В Германии система децентрализована. Большое число ипотечных учреждений создает жесткую конкуренцию, делает систему, по мнению сторонников германской модели, более эффективной». [6]

Основные отличия, таким образом, заключаются в системе государственного регулирования и контроля и степени государственного участия на рынке ипотечного кредитования.

В современной России постановка задачи создания ипотечных ценных бумаг началась с главного тезиса: «Проблему привлечения кредитных ресурсов для долгосрочного ипотечного жилищного кредитования можно считать наиболее критичной для развития системы ипотечного жилищного кредитования в России. Ни один коммерческий банк не в состоянии формировать кредитный портфель из долгосрочных кредитов, опираясь при этом на краткосрочные источники. Несоответствие банковских активов и пассивов по срокам и ставкам рано или поздно приводит к потере ликвидности».[7]

Особенностью правовой природы ипотечных ценных бумаг, которая позволяет выделить последние в отдельный класс, является долговой характер ипотечных ценных бумаг, наличие определенным образом обособленного обеспечения в виде требований по ипотечным кредитам в объеме и на условиях, достаточных для осуществления эмитентом платежей по облигациям, в отношении которых законодательно закреплены или законодательно обусловлены преимущественные права владельцев этих ценных бумаг на удовлетворение своих требований за счет имущества, составляющего ипотечное покрытие. Справедливости ради, стоит отметить, что предложенное определение правовой особенностей природы ипотечных ценных бумаг, в целом соответствует обязательным характеристикам эмиссионных ипотечных ценных бумаг, установленным еще в п. 3.1. Концепции «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации», утвержденной постановлением Правительства Российской Федерации от 11.01.2000 № 28. [8]

Обобщенное определение правовой природы ипотечных ценных бумаг в целом в большей или меньшей степени относится к обеим рассмотренным выше моделям ипотечного кредитования. В европейской, так и в англо-американской модели ипотечные ценные бумаги имеют долговую (облигационную природу), несмотря на разницу в их правовом регулировании и особенностях осуществления прав по ним. В Европейской модели обособление имущества вводится либо путем установления залога прав требований, включенных в ипотечное покрытие, либо путем специального регулирования ипотечного покрытия, а также напрямую законодательно устанавливаются преимущества владельцев ипотечных ценных бумаг при банкротстве. В англо-американской модели современной тенденцией является использование структурированного финансирования через создание SPV и выпуск последним ценных бумаг, как правило, «структурированных» облигаций. Это обеспечивает как обособление имущества (требований по ипотечным кредитам) путем его передачи на баланс специального юридического лица, так и преимущественные права владельцев выпускаемых SPV облигаций за счет практически полного отсутствия требований со стороны третьих лиц. В меньшей степени указанные признаки присущи классической американской модели ипотечного кредитования с участием названных выше правительственных и проправительственных организаций, для которой характерно отсутствие специального законодательного регулирования данного вида ипотечных ценных бумаг. Однако компенсируется это серьезной централизованной поддержкой со стороны государства, структур, осуществляющих рефинансирование системы ипотечного кредитования, что в целом и определяет инвестиционную привлекательность ценных бумаг и решает проблему рефинансирования на рынке ипотечного кредитования.

Таким образом, к факторам, определяющим необходимость принятия специального законодательства, и влияющим на возникновение уже упомянутого выше дисбаланса между потребностью рынка ипотечного кредитования в рефинансировании и отсутствием долгосрочных ресурсов, следует отнести и степень участия государства в создании системы ипотечного кредитования. Принятие федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» в 2003 году было продиктовано требованиями рынка и других факторов, в последующие годы в этот закон вносились изменения и дополнения [9]. Названный закон различает два вида ипотечных ценных бумаг: облигация с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия. Анализ и подробное изучение правового режима указанных ценных бумаг может стать темой отдельной статьи или иной научной работы. В любом случае, при разработке соответствующих специальных законов следует учитывать положительный опыт как европейской, так и американской модели системы ипотечного кредитования, а также практические рекомендации ученых-юристов [10].

----- Литература

[1] Предложения по законодательному регулированию секьюритизации банковских активов. Материалы рабочей группы по законодательным проблемам секьюритизации Комитета Государственной Думы по кредитным организациям и финансовым рынкам предоставлены Комитетом Государственной Думы РФ по кредитным организациям и финансовым рынкам и Саморегулируемой организацией «Национальная фондовая ассоциация».

[2] «Применение секьюритизации при реструктуризации банков. Опыт реструктуризации банка «Российский кредит». В.Гусаков, Д.Еропкин, «Рынок ценных бумаг», № 4, 2001 год.

[3] Секьюритизация задолженностей как средство привлечения новых инвестиций (интервью с исполнительным вице-президентом Standard & Poor's Вики Тиллман, журнал «Рынок ценных бумаг», № 9, 2002 г.

[4] Джон Доунс, Джордан Эллиот Гудман, Финансово-инвестиционный словарь, Москва, изд. «Инфра – М», 1977стр. 452. Аналогичное определение секьюритизации см. также: Англо-русский толковый словарь валютно-кредитных терминов, Б.Г.Федоров, Изд. «Финансы и статистика», Москва, 1992 год.

[5] Б. Рубцов. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Журнал «Рынок ценных бумаг», № 6, 2001 год.

[6] Б. Рубцов. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Журнал «Рынок ценных бумаг», № 6, 2001 год.

[7] п. 3 Концепции развития системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации, одобренной постановлением Правительства РФ от 11.01.2000 г. «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации».

[8] Постановление Правительства РФ от 11.01.2000 № 28 «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации» // СЗ РФ, 17.01.2000, № 3, ст. 278.

[9] Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» // Собрание законодательства РФ, 17.11.2003, № 46 (ч. 2), ст. 4448.

[10] Плешакова О.В.Правовое регулирование ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг // Право и экономика, № 5, 2003.

3 курс факультет истории и юриспруденции