**О месте ипотечных ценных бумаг в системе мер по развитию ипотечного кредитования в России**

А.Ю. Бушев, к.ю.н., доцент кафедры коммерческого права Санкт-Петербургского госуниверситета, руководитель проекта «Корпоративное управление в России» по Северо-Западному региону (Международная финансовая корпорация, член Группы Всемирного банка, совместно с Ассоциацией независимых директоров)

18 ноября 2003 года вступил в силу Федеральный закон от И ноября 2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»1. Законом «регулируются отношения, возникающие при выпуске, эмиссии, выдаче и обращении ипотечных ценных бумаг, за исключением закладных, а также при исполнении обязательств по указанным ипотечным ценным бумагам» (ст. I)2.

Введение и в экономический, и в юридический оборот новых видов ценных бумаг — ипотечных, по замыслу разработчиков Закона, призвано, видимо, оптимизировать ипотечное кредитование в Российской Федерации. О том, каким образом правовой институт ценных бумаг может содействовать решению этой задачи, далее и пойдет речь.

Известно, что выбор юридической формы часто предопределяется теми экономическими задачами, которые приходится решать законодателю. Поэтому для ответа на поставленный вопрос обозначим вкратце основные экономические интересы участников ипотечных отношений, а также способы их удовлетворения. Затем определим, как заложенные в Законе и относящиеся к ипотечным ценным бумагам правовые механизмы способствуют удовлетворению экономических интересов.

1. Взаимодействие между людьми, возникающее в связи с удовлетворением экономической (имущественной) потребности, разворачивается под воздействием двух основных объективно существующих факторов.

Это, во-первых, ограниченность ресурсов (ценностей), необходимых для полного удовлетворения индивидуальной (личной) потребности всех участников взаимодействия. «На всех, да еще и сразу — не хватает!». Кто-то может остаться в проигрыше (превышение затрат над доходами), интерес такого субъекта будет неудовлетворен.

И во-вторых, это фактор неопределенности между поведением, которому человек может отдать предпочтение, и ожидаемым им результатом. Связь между поведением и результатом имеет вероятностный характер, хотя степень вероятности варьируется в зависимости от видов деятельности. Упадет ли на землю брошенный камень? Скорее всего, да! На такой результат можно рассчитывать с высокой вероятностью, он закономерен. Действует физический закон притяжения. Но не обязательно. А что если на пути возникнет непредвиденное или неподконтрольное

для человека препятствие (например, стена, или камень до его падения поймает другой человек и т.п.). Тогда результат не наступит из-за проявления случайного фактора. Подобная случайность чаще всего характеризуется категорией риска. Состояние полной (абсолютной) определенности результата взаимодействия для большинства случаев недостижимо. Наша жизнь наполнена рисками.

Первое обстоятельство — ограниченность ресурсов, влечет состояние постоянного конфликта между людьми в борьбе за доступ и использование ценности в своем интересе. Конфликт при этом может быть как явным, так и скрытым (внешне неочевидным, но потенциально всегда существующим).

Второе обстоятельство — неопределенность, побуждает человека искать такие модели поведения, которые бы неопределенность снижали или, иными словами, повышали определенность между поведением и результатом. Человек, в среднем, предпочитает менее рискованные модели поведения.

2. Одним из универсальных (хотя, к сожалению, далеко не всегда эффективных) способов организации отношений для защиты и обеспечения удовлетворения экономического интереса является обращение к силе государства. Публичная власть при таком обращении призвана предоставить принудительную защиту. Инструментом такой защиты выступает, в частности, право. Именно в законе государство определяет взаимные права и обязанности участников экономических отношений, устанавливает процедуры и средства доказывания наличия права и исполнения обязанности.

3. Высказанные соображения в полной мере распространяются и на ипотечные отношения. Факторы неопределенности и ограниченности ресурсов, разумеется, влияют и на выбор моделей поведения участниками отношений по ипотечному кредитованию. И в таких отношениях постоянно существует как конфликт интересов, так и стремление использовать менее рискованные модели (особенно, если ценность, но не стоимость, результата одинакова).

Ипотечные отношения образуются из нескольких взаимосвязанных обязательств и являются сложными как по своему субъектному составу, так и системе связей между их участниками.

Лицами, участвующими в рассматриваемых отношениях и непосредственно заинтересованными в их возникновении и бесконфликтном развитии, являются кредитные организации, заемщики и застройщики. Отношения между ними образуют внутреннюю систему ипотечных отношений. Внешняя система отношений складывается между

1 В дальнейшем — Закон или Закон об ипотечных бумагах.

2 СЗ РФ. - 2003. - № 46.

3 Такими бумагами являются облигация с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия. Закладная и облигация с залоговым обеспечением как ипотечная ценная бумага ранее в законе не квалифицировались. См.: «Об ипотеке (залоге недвижимости)»: Федеральный закон от 16 июля 1998 года № 102-ФЗ, с последующими изменениями // СЗ РФ. — 1998; «О рынке ценных бумаг»: Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ, с последующими изменениями // СЗ РФ. — 1996. — № 17 — ст. 27.3.

\* О внесении в некоторые акты законодательства Российской Федерации изменений и дополнений, направленных на развитие системы ипотечного жилищного кредитования (заимствования): Федеральный закон от 24.12.02 № 179-ФЗ // Российская газета. — 2002. — № 243; Концепция развития системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации и План подготовки проектов нормативных правовых актов, обеспечивающих развитие системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации: Постановлением Правительства РФ от 11 января 2000 г. № 28 // СЗ РФ. - 2000. - № 3. - Ст. 278.

названными участниками (как правило, некоторыми из них) и иными заинтересованными («внешними») лицами. К последним относится публичная власть, кредитные организации и др.5 Внешние отношения могут оказывать существенное воздействие на развитие внутренних ипотечных отношений. Очевидно и обратное воздействие.

Интересы указанных групп лиц не совпадают, что наряду с ограниченностью ресурсов создает предпосылку для возможного развития конфликтов между ними как во внутренней, так и во внешней системе отношений. Вместе с тем удовлетворение не совпадающих интересов в системе возникающих отношений возможно только при взаимодействии различных групп субъектов друг с другом. Последнее обстоятельство и обуславливает, с другой стороны, стремление к бесконфликтности отношений.

4. Как и любая иная система, система ипотечных отношений сохранит свою устойчивость и способность к развитию лишь при наличии надежных (опорных) элементов этой системы, а также сбалансированных связей между ними. Эффективность системы отношений по созданию имущественной ценности (в данном случае — жилье, доход) напрямую зависит от того, в какой степени удовлетворяется экономический интерес каждого из ее участников (тем более, когда интересы не совпадают). Чем полнее этот интерес удовлетворяется, тем более устойчив соответствующий элемент системы, тем менее конфликтно его поведение, а следовательно, его негативное (разрушающее) воздействие на иных участников отношений.

Баланс интересов между участниками экономических отношений может быть установлен, в частности, при выявлении либо общего интереса, либо единого для всех средства, которое способствовало бы удовлетворению различных интересов. Выявление (а затем и обеспечение удовлетворения) имущественного интереса, общего для всех участников ипотечных отношений или (и) определение (а затем и применение) соответствующего единого средства будет способствовать устойчивости и развитию ипотечной системы. Имеется ли такое универсальное средство для цементирования системы ипотечных отношений? Если да, то, возможно, применение его следовало бы обеспечить силой государства, создав соответствующие предпосылки в законодательстве.

5. Поведение любого разумного лица, преследующего цель удовлетворения какого бы то ни было имущественного интереса, направлено в конечном итоге, с точки зрения экономической, на решение двух задач. Это, во-первых, снижение затрат, необходимых для удовлетворения интереса, а во-вторых, получение имущества (вещь, жилье, доход), имеющего наивысшую стоимость и поэтому способного удовлетворить имущественный интерес полнее. Иными словами, необходимо таким образом организовывать свое поведение, чтобы затрат было меньше, а дохода — больше. Имеется ли средство, которое одновременно бы способствовало экономической рационализации поведения всех участников ипотечных отношений (снижение расходов, повышение доходов)? Для одних — непосредственно, а для других — пусть даже и опосредовано.

Понятно, при этом, что положительный эффект может проявиться по-разному и во времени. Например, доход от маркетинговых затрат может возникнуть лишь через несколько лет. Не сразу окупаются и затраты на строительство дома, выдачу кредита, на судебные и административные издержки.

6. Не останавливаясь здесь на подробной аргументации, замечу, что для более полного удовлетворения экономического интереса всех основных участников внутренней системы отношений ипотечных обязательств, думается, существует единое (но не единственное) средство. Таким укрепляющим (непосредственно и опосредованно, немедленно и во времени) внутреннюю систему ипотечных отношений средством является удешевление и увеличение количества предоставляемых ипотечных кредитов.

В свою очередь одним из наиболее эффективных средств для решения задачи изменения стоимости и объема кредитов должно стать рефинансирование ипотечных кредитов, то есть привлечение дополнительных средств для выдачи новых кредитов до возврата предоставленных ранее. Все просто — кредитным организациям нужно больше ипотечных денег! И в результате выиграют все. Но где дополнительные средства почерпнуть?

Пополнение оборотных средств для выдачи более дешевых ипотечных кредитов может осуществляться из самых различных источников. Это источники как внутренние (например, от иных видов деятельности кредитной организации), так и внешние (например, от государства за счет снижения обязательных отчислений, предоставления дотаций и т. п. или от частных лиц).

Для скорейшего развития ипотечного кредитования основная часть дополнительных ресурсов, вероятно, должна поступить в систему ипотечных обязательств из вне, то есть в результате развития внешних ипотечных отношений. При современном состоянии российской экономики на безвозмездную и (или) значительную по объему финансовую помощь от государства всерьез рассчитывать не приходится. Дополнительные ресурсы если и будут предоставляться, то только на возмездной основе, в основном частными лицами. Но как побудить обладателей временно не используемых свободных финансовых средств предоставлять свои ресурсы для целей ипотечного кредитования?

Возможно, не следует «изобретать велосипед», а лучше избежать ошибок, обратившись к зарубежной практике. При этом нужно уделить основное внимание тому, каким образом происходит удовлетворение экономического интереса участников отношений по рефинансированию, а также тому, как снижаются в связи с этим риски в системе их отношений.

7. Мировой практике известны две основные системы рефинансирования ипотечных кредитов. Это одно-и двухуровневые системы, соответственно германская (франко-скандинавская) и американская. В первом случае учреждение, чаще всего банк, выдавшее ипотечные кредиты, самостоятельно привлекает дополнительные средства либо через проведение различного рода заемных операций (размещение облигаций, целевые кредиты и т. д.), либо из иных источников (например, вклады учредителей, субсидии государства, доход от иных операций).

Обеспечением возврата банком привлекаемых на рефинансирование заемных средств являются его активы, включая принадлежащие банку права требования залогодержателя по ипотеке. Ясно, что стоимость и ликвидность указанных активов должны быть значительными. В противном случае возможность рефинансирования будет существенно ограничена. Ведь и сам банк должен вызывать доверие в возврате полученных им в кредит средств.

Активов банка для расчетов по привлеченным им кредитам должно быть достаточно даже в случае наступления дефолта по его дебиторским обязательствам. Например, если все должники банка не способны исполнить свои обязательства. Такими активами располагают в основном крупные финансовые учреждения, обладающие значительными

5 Иными заинтересованными лицами могут выступать (1) собственники недвижимого имущества, передаваемого в качестве обеспечения в ипотеку, (2) акционеры (участники) кредитных и иных организаций, (3) собственники воздвигаемых жилых зданий, (4) покупатели жилья на вторичном рынке и др. активами. Альтернативой крупным учреждениям при одноуровневой системе являются разного рода организации, привлекающие средства от своих участников и предоставляющие последним кредиты за счет вкладов и доходов по кредитам.

При двухуровневой (американской) организации рефинансирования сбор средств, как правило, по открытой подписке осуществляется не самими ипотечными банками, а специально создаваемой организацией (агентом). Банки — ипотечные кредиторы, получают от агента средства на рефинансирование в результате отчуждения (как правило, продажи и уступки) последнему своих прав требования по ипотеке. Агент же получает средства, выплачиваемые банкам, путем размещения облигаций, а также от исполнения по обязательствам, приобретенным от банков.

Такая система в большей мере характерна для стран, не имеющих в своей банковской системе несколько специализированных крупных банков, способных самостоятельно обеспечить собственными активами исполнение обязанности по возврату средств, предоставленных на рефинансирование ипотечных кредитов. Доверие к посреднику в двухуровневой системе рефинансирования обеспечивается обычно двумя способами.

Во-первых, исполнение по заемным обязательствам такой организации полностью или частично обеспечивается государством.

Во-вторых, агент-посредник обеспечивает исполнение своих заемных обязательств имущественным комплексом, создаваемым совместно несколькими ипотечными банками. В составе такого комплекса (пула) объединяются права требования нескольких залогодержателей по ипотеке, а также иные активы. Кроме того, повышению доверия заимодавцев к деятельности посредника-агента способствует и его ограниченная правоспособность. Такая организация вправе заниматься только деятельностью, связанной с рефинансированием ипотечных кредитов. Поэтому в отличие от банков она не подвержена риску неплатежеспособности, возникшей в результате иных видов деятельности.

Следует также отметить, что в обеих системах рефинансирования активно используется институт ценных бумаг.

В комментируемом Законе сочетаются элементы как германской, так и американской систем: привлечение средств на рефинансирование ипотечных кредитов из внешних источников посредством размещения ипотечных ценных бумаг может осуществляться как самим ипотечным банком, так и через ипотечного агента.

Ипотечный агент — это специализированная коммерческая организация, исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных и которой в соответствии с Законом предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

Рассмотрим вкратце основные механизмы (институты), принятые российским законодателем на вооружение с целью повышения определенности и снижения конфликтности в отношениях по привлечению извне дополнительных финансовых средств для рефинансирования ипотечных кредитов. Как и любые другие, рассматриваемые институты призваны прежде всего снизить объективные и субъективные риски, возникающие в ипотечных отношениях. Снижение рисков приведет к повышению определенности. Повышение определенности повлечет предоставление дополнительных средств извне. Дополнительные средства изменят состояние «ограниченности ресурсов». Больше ресурсов — меньше конфликтов, устойчивее система в целом.

8. Экономические способы снижения рисков направлены на имущественное обеспечение удовлетворения интереса участников ипотечных отношений при предоставлении средств на рефинансирование. Обеспечение это направлено на снижение затрат соответствующего участника и повышение его дохода.

В частности, Законом вводится такое понятие как ипотечное покрытие. Будучи имущественным комплексом, оно в таком качестве предназначено для обеспечения возврата средств, предоставленных на рефинансирование по ипотечным облигациям, а также для выплаты средств по ипотечным сертификатам участия. Объединение в едином комплексе разного рода активов (обеспеченные ипотекой требования, государственные ценные бумаги, недвижимое имущество, денежные средства в российской и иностранной валюте и др.) придает ипотечному покрытию новое обеспечительное качество.

Поэтому степень уверенности приобретателя облигации с ипотечным покрытием в удовлетворении его имущественного интереса должна быть в среднем выше, чем, например, в отношении уже известных российскому праву облигаций с залоговым обеспечением (в качестве обеспечения по ним могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество).

Дополнительной экономической гарантией является положение о различного рода страховании (некоторые требования, входящие в ипотечное покрытие — п. 2 ст. 3, возможность страхования ответственности эмитента облигаций и других лиц — ст. 36).

Далее, к экономическому способу обеспечения удовлетворения имущественного интереса можно отнести и наделение владельца облигации с ипотечным покрытием правом на получение фиксированного процента их номинальной стоимости (ст. 10).

Кроме того, Закон устанавливает требование об обособлении имущества, составляющего ипотечное покрытие, от иного имущества, управляющего им, и владельцев ипотечным сертификатом участия (ст. 22) — и др.6

Организационные способы снижения рисков направлены в основном на структурную оптимизацию процесса управления ипотечным покрытием (экономическим обеспечением), поэтому они связаны преимущественно с распределением функций по принятию значимых для указанного процесса решений, контролю над их исполнением, определением полномочий соответствующих лиц.

Организационные способы призваны создать систему «сдержек и противовесов», которая бы исключила или минимизировала управленческие риски, возникающие при концентрации различных функций у одного лица. К таким рискам, в частности, относятся риск злоупотребления (например, при отчуждении имущества, входящего в экономическое обеспечение, вопреки интересам его владельцев), а также риск ошибки при принятии управленческого решения.

Так, основное экономическое обеспечение — ипотечное покрытие, изъято из сферы непосредственного управления обладателей прав на объекты, входящие в единый имущественный комплекс. Поэтому, соответствующий

6 Например, из имущества кредитной организации, которое составляет конкурсную массу, исключается имущество, составляющее ипотечное покрытие (п. 2 ст. 50\_35 Федерального закона от 25.02.99 № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций»). См.: «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием»: Инструкция Банка России от 31.03.04 № 112-И // Вестник Банка России, 19.05.2004 - № 30.

ипотечный банк (при одноуровневой системе рефинансирования или ипотечный агент — при двухуровневой системе) самостоятельно не сможет распорядиться, например, закладной, переданной им в состав ипотечного покрытия. Функции по управлению таким имуществом осуществляются специализированным управляющим. В тоже время полномочия управляющего ипотечным покрытием также ограничены Законом. В частности, он не вправе распоряжаться имуществом, составляющим ипотечное покрытие, без согласия специализированного депозитария, предоставлять займы за счет имущества, составляющего ипотечное покрытие, и т.п. (ст. 23).

Учет и хранение имущества, составляющего ипотечное покрытие, а также контроль за распоряжением этим имуществом должны по общему правилу осуществляться специализированным депозитарием (ст. 32). При этом такой депозитарий не вправе пользоваться и распоряжаться имуществом, составляющим ипотечное покрытие, а также совершать сделки с ипотечными ценными бумагами, реестр ипотечного покрытия которых он ведет. Депозитарий не должен быть аффилирован с эмитентом облигаций, выпущенных с ипотечным покрытием или с соответствующим доверительным управляющим.

Несмотря на то, что ипотечные сертификаты участия выдаются доверительным управляющим, реестр их владельцев должен вестись специализированным регистратором (ст. 31).

Еще одним организационным решением, направленным на регулирование и контроль деятельности доверительного управляющего, на снижение управленческих рисков, является наделение определенными полномочиями собрания владельцев ипотечных сертификатов участия. В соответствии с п. 3 ст. 26 Закона решением в три четверти голосов всех присутствующих владельцев ипотечных сертификатов участия права и обязанности управляющего ипотечным покрытием могут быть переданы иному уполномоченному лицу, а в правила доверительного управления имуществом могут быть внесены определенные изменения.

Регулирование и контроль деятельности ипотечного агента и доверительного управляющего осуществляются не только частными лицами на основании соответствующих частно-правовых соглашений, но и со стороны государства (федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и Центральным банком России — глава 6).

К организационным способам снижения рисков, возникающих при управлении ипотечным покрытием, необходимо отнести и требование Закона о допустимости осуществлять соответствующую деятельность исключительно на профессиональной основе, а также об источнике подлежащих выплате управляющему, депозитарию, регистратору сумм вознаграждения и компенсации их затрат (ст. 30).

Думается, что к рассматриваемой группе способов снижения рисков, возникающих при управлении экономическим обеспечением, следует отнести и определение в Законе некоторых условий решений, принимаемых соответствующими участниками. Эти условия устанавливаются посредством разного рода ограничений, выраженных как количественно, так и через формулирование запретов.

Так, при образовании ипотечного покрытия управляющий обязан учитывать, что доля требований, обеспеченных залогом недвижимого имущества, строительство которого не завершено, не должна превышать десять процентов размера ипотечного покрытия (п. 4 ст. 3). Основная сумма долга по обеспеченному ипотекой обязательству по каждому договору или закладной не должна превышать семьдесят процентов определенной независимым оценщиком рыночной стоимости (денежной оценки) недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки; в ипотечное покрытие должно включаться не менее чем пятьдесят процентов обязательств, по которым устанавливается обязанность должника одновременно возвращать основную сумму долга и уплачивать проценты на нее периодическими платежами, за исключением первых двенадцати месяцев и т.д.(п. 2 ст. 3). При определении размера ипотечного покрытия не должны учитываться, например, требования по обязательству, в отношении которого срок неисполнения составляет более чем шесть месяцев (п. 4 ст. 3), и т.д.

Юридические способы снижения рисков, примененные в Законе, направлены на определение средств доказывания того, как участники ипотечных обязательств установили между собой соответствующие права и обязанности, а также доказательств динамики этих обязательств (письменная форма договора, государственная регистрация, ведение реестров, форма удостоверения прав, процедура уведомления, отчетность, составление протокола общего собрания владельцев ипотечных сертификатов участников и др.).

Кроме того, к юридическим способам следует отнести и применение законодателем определенного набора юридических конструкций, содержание которых раскрывается в других законах (акционерное общество, залог, солидарная ответственность, реальный ущерб, преимущественное право, долевая собственность и др.). Эти правовые конструкции известным образом при поддержке государственного аппарата принуждения перераспределяют между участниками экономических отношений риски удовлетворения имущественного интереса. Это, например, определение условий и момента перехода права собственности и, соответственно, защиты государством экономического интереса правообладателя на абсолютную власть над соответствующим объектом. При возникновении права собственности снижается риск притязаний на объект со стороны иных заинтересованных в нем лиц.

В п. 2 ст. 34. Закона, например, установлена солидарная ответственность депозитария вместе с эмитентом облигаций с ипотечным покрытием перед владельцами таких облигаций и ипотечных сертификатов участия, в случае нарушения депозитарием требований, по контролю над деятельностью эмитента и управляющего (п. 1 ст. 34). В данном случае в отношениях между владельцем ценной бумаги, с одной стороны, и эмитентом и управляющим — с другой, риск экономических потерь в результате ненадлежащей деятельности эмитента или управляющего возлагается на лицо (депозитария), непосредственно в таких отношениях не участвующее. Таким образом дополнительно обеспечивается удовлетворение экономического интереса владельца ценной бумаги, этот интерес охраняется: депозитарий может быть обязан восстановить за свой счет имущественное положение, например, заимодавца (владельца облигации с ипотечным покрытием), вовлеченного в рефинансирование ипотечных кредитов.

Опуская оценку целесообразности и корректности, избранных законодателем подходов, хотелось бы вновь подчеркнуть основное значение юридических способов. Оно, как представляется, состоит в следующем. Возводя в ранг закона те либо иные экономические и организационные способы минимизации рисков, законодатель решает как минимум две задачи.

Во-первых, сообщая о «правилах игры» неограниченному кругу лиц, публичная власть упорядочивает соответствующие ипотечные отношения, способствует их предсказуемости, а следовательно, повышению доверия к возможности удовлетворения имущественного интереса их участников.

Во-вторых, в случае возникновения конфликта между сторонами ипотечных обязательств государство, сообщая в Законе о необходимых средствах доказывания, обязуется предоставить судебную защиту тяжущимся. Спор скорее будет разрешен в пользу того, кто докажет в суде соблюдение им требований, установленных в Законе и в соответствующих Закону частно-правовых актах. Шанс на успех будет выше у стороны, которая представит доказательства, соответствующие специальным требованиям Закона.

Решению этих же задач, и прежде всего задачи по снижению рисков (повышению определенности) для привлечения средств на рефинансирование ипотечных кредитов, призван способствовать и правовой институт ценной бумаги.

9. Понятие ценной бумаги в юридической литературе во все времена оставалось едва ли не одним из самых спорных. Поэтому, прежде чем определить место ипотечных ценных бумаг как юридической категории в системе многочисленных способов, направленных на удовлетворение имущественных интересов участников ипотечных обязательств, вспомним вкратце значение родового института ценных бумаг для экономического оборота. Может ли, и если да, то каким образом, применение законодателем института ценных бумаг способствовать понижению рисков, а следовательно, повышению объема рефинансирования ипотечных кредитов, возможному снижению кредитных ставок и как результат активизации жилищного строительства?

Ценные бумаги, как известно, представляют из себя экономическую ценность в той мере, в какой ценно то имущество, право требования на которое они удостоверяют. Кроме того, ценность их определяется вероятностью (риском) получения в сферу своего имущественного господства «истинной ценности» (вещей, денег, дохода, других прав требования и т.п.). Поэтому стоимость ценной бумаги определяется в конечном итоге содержанием и вероятностью исполнения того имущественного права, которое они удостоверяют. Эти очевидные сегодня рассуждения дались правовой науке нелегко.

В истории развития частного права прошло не одно столетие, прежде чем имущественные права требования стали самостоятельным объектом предпринимательского оборота. Столь длительный путь долгов к передаваемости (оборотоспособности) объясняется во многом теми правовыми подходами, которые вначале были сформированы в одних экономических условиях римским частным правом, а в дальнейшем преодолевались и пересматривались для иных экономических условий реципировавшим его европейским правом. Одна из причин, которая обусловила столь длительный процесс признания, состоит в том, что гражданское право и торговое право длительное время развивались как две самостоятельные правовые отрасли.

Для удовлетворения личных бытовых потребностей, а именно их и обслуживало право гражданское (вначале римское, а затем реципировавшее его европейское), оборот имущественных прав требований не был столь уж актуальным. Чего нельзя сказать о торговых отношениях, развивавшихся в результате перемещения (обмена) ценностей на значительные расстояния. Необходимость физического перемещения товаров и денег с одной территории на другую создавало множество неудобств, было сопряжено с рисками утраты ценностей в пути. Применение для торговых отношений гражданско-правовых институтов, сконструированных для передачи ценностей от одного лица в сферу экономического и юридического господства другого (речь идет о так называемой традиции), было затратным. Названные и многие другие экономические причины обусловили допущение, а затем и активное использование в торговом обороте имущественных прав требования в качестве самостоятельной ценности.

Таким образом, в незапамятные времена право требования на объекты торговой деятельности было передаваемо в самостоятельной отрасли права — торговой, и, как правило, не передаваемо в праве гражданском.

Между тем в торговых отношениях, так же как и в гражданских, возникали различного рода споры между их участниками. Но если принудительное исполнение гражданско-правовых норм обеспечивалось государственными судами, то для разрешения торговых споров конфликтующие стороны прибегали к специально создаваемым ими торговым судам. На протяжении многих веков торговое правосудие развивалось автономно от гражданского, прибегая к набору правил, отличавшихся от гражданско-правовых. Однако в обоих случаях для подтверждения своей правоты в споре по исполнению должного стороны обязаны были представить соответствующие доказательства. Ясно, что учитывая специфику споров, возникавших по поводу удовлетворения различного рода интересов, значение доказательств и средств доказывания в гражданских и торговых судах было неодинаковым (конечно же, при сохранении общих черт, обусловленных самой объективной природой отношений по рассмотрению любого спора третьим лицом — судьей). В частности, в торговых судах, в среднем, большее значение придавалось документам, в то время как в судах гражданских свидетельским показаниям «уважаемых людей». Такое внимание торговых судов к документам, как средствам доказывания, было во многом обусловлено той же причиной, что и активное использование в обороте имущественных прав требования. Эта причина — территориальная удаленность мест совершения сделки, ее исполнения, нахождения сторон по сделке и ее очевидцев, различия в устройстве судебного процесса, существовавшие между государствами.

Итак, для использования экономических преимуществ, получаемых от оборота права требования, необходимо быть способным (на случай спора) доказать содержание и принадлежность права. Наиболее надежным доказательством для того времени являлся письменный документ.

С учетом отмеченного на оттачивание института ценных бумаг оказало влияние как развитие торгового права, так и торгового правосудия, то есть как права материального (устанавливающего правила поведения), так и права процессуального (устанавливающего, в частности, процедуру доказывания соблюдения материально-правовых норм).

Еще одним фактором, обусловившим современное состояние института ценных бумаг, стала доктрина, оживившаяся на фоне все еще самостоятельного развития торгового права и правосудия в средние века. Наука, как известно, склонна к обобщениям, к поиску закономерностей. Ученые установили множество общих черт между нормами гражданского и торгового права. С позиций современного состояния науки даже для того времени это не должно было быть так уж сложно. Многое находится на поверхности. И гражданские и торговые отношения объективно строятся на таких принципах, как равенство участников, их имущественная самостоятельность, добровольность и имущественная ответственность и т. д. В эпоху кодификации законодательства, в средние века, такое наблюдение относительно общего между гражданским и торговым правом привело к закономерному выводу об объединении этих отраслей.

Кроме науки, сторонниками объединения гражданского и торгового права, а вместе с ним и судебного процесса выступало государство, желавшее укрепить свою власть и наконец поставить под контроль все более набиравших силу предпринимателей. Но если во Франции гражданский и торговый кодексы создавались государственной властью как относительно самостоятельные законодательные акты, то в Германии, принявшей кодексы с аналогичными названиями значительно позднее (почти через сто лет), был избран иной подход. Нормы торгового кодекса (уложения) были соподчинены с нормами гражданского кодекса (уложения) как специальные и общие. В те же времена происходило объединение государственного (гражданского) и торгового правосудия.7

Разумеется, и во Франции, и в еще большей степени в Германии под воздействием набиравшей силу школы пан-дектного права в законодательных актах произошло переплетение многих институтов гражданского и торгового права, права материального и процессуального. Так, ценная бумага, изначально зародившаяся в торговом праве как особого рода документ — доказательство, была причислена к вещам, в понимании права гражданского. В частности, при всей условности такого решения к документам стали применяться нормы о вещах.8

Российское право, находясь под влиянием то французской, то немецкой доктрины, до известных событий октября 1917 года еще признавало относительную самостоятельность торгового права от гражданского. В советский же период, в основном по политическим причинам, гражданское право полностью поглотило право предпринимательское, включив соответствующие правовые институты, в том числе и ценные бумаги непосредственно в гражданский кодекс. В настоящее время под влиянием нужд коммерческого оборота многие, казалось бы, устоявшиеся институты гражданского права уточняются, а порой и изменяются в специальных законах.

10. Итак, институт ценных бумаг, как и многие иные правовые институты, балансировал на стыке экономики и права, гражданского и торгового права, гражданского и торгового процесса, правовой науки и практики.

В последнее время еще одним фактором, все более интенсивно влияющим на развитие этого института, стали политико-философские идеи гумманитаризации права. В демократическом обществе государство, перераспределяя риски между участниками экономических отношений, возлагая на них, например, бремя дополнительных затрат, обязано действовать гуманно, то есть справедливо и разумно, рассматривая права и свободы каждого человека и гражданина в качестве наивысшей ценности. В частности, государство обязано устанавливать баланс интересов всех участников экономических отношений, действуя соразмерно и обоснованно. Такой подход находит все большее отражение в постановлениях Конституционного суда России, а применительно к ценным бумагам наиболее заметен при регулировании выпуска и обращении эмиссионных и инвестиционных ценных бумаг. Предоставление преимуществ, содержащихся в ценной бумаге, лишь одному из участников экономических отношений должно быть сбалансировано по отношению к интереса и правам его контрагента.

Влияние столь многих процессов на развитие юридического понятия ценной бумаги и обусловило его спорное восприятие учеными и практиками.

11. Думаю, что первоначальное юридическое (доказательственное) значение ценной бумаги для экономического оборота в своей основе сохранено и в наши дни, несмотря на те изменения, которые этот институт претерпевал под воздействием приведенных и многих других факторов9. Законодатель, как уже отмечалось, поднимая определенные правила поведения до уровня закона, перераспределяет между участниками экономических отношений риски, бремя несения затрат и обеспечивает силой государства исполнение избранных им правил.

Введение особого документа, названного впоследствии ценной бумагой, в коммерческий оборот позволило перераспределить между его участниками не только бремя доказывания достоверности соответствующего права, но и определенные, связанные с реализацией права, риски, лежащие как на кредиторе, так и на должнике.10

Как и всякий документ, ценная бумага является средством доказывания определенных фактов (стороны долгового обязательства, его содержание и др.). Составление документа в особой, заранее определенной и потенциально общеизвестной форме, в соответствии со специфическим порядком повышает доверие участников оборота к достоверности содержащейся в таком документе информации. Поэтому такая информация о праве, «фиксируемая» официально особым образом, как на бумажном, так и электронном носителях, является, пока не доказано иное, публично достоверной."

Наличие бумаги, конечно же, само по себе не может заменить воплощенную в ней ценность, однако она повышает вероятность получения ценности в сравнении с другими видами доказательств управомоченности. Вероятность эта повышается за счет снижения юридических рисков, возникающих при взаимодействии кредитора (обладателя права требования) и должника (обладателя «истинной ценности»). В случае отказа должника от добровольного исполнения использование ценной бумаги повышало шансы кредитора, если бы он прибег к помощи государства за принудительным исполнением. Ценная бумага облегчала жизнь и должнику, ограждая его от необоснованных притязаний кредитора.

Доказательственная сила ценной бумаги обеспечивалась установлением определенных правил ее выпуска («эмиссии») и оборота. В частности, для укрепления доказательственной силы ценной бумаги и, следовательно, для повышения вероятности получения ценности против предъявления документа необходимо было ограничить возражения должника, которые он вправе был выставить в отношении кредитора применительно к условиям исполнения долга. Ограничение возражений снижало процессуальный потенциал должника, лишало его возможности предъявить

7 Позицию автора подробнее см.: Основные правовые системы в сфере коммерческого права: Бушев А. / Юрист и бухгалтер. 2004. № 1 (14), Бу-шев А.Ю., Макарова О.А., Попондопуло В.Ф. Коммерческое право зарубежных стран. — СПб., — 2003.

8 Позицию автора по этому вопросу см.: Виндикация бездокументарных ценных бумаг: теория и судбено-арбитражная практика: Бушев А.Ю. // Арбитражные споры. — 2003. — № 2(22).

9 Перечень приведенных в работе явлений, повлиявших на развитие института ценных бумаг, может быть продолжен и далее. Это и глобализация, востребовавшая гармонизацию правовых понятий, и сопутствующая ей техническая революция, электронная торговля, способствовавшая электронной дематериализации ценных бумаг, некоторые политические процессы и т.д. Подробнее см. мою работу Международный рынок ценных бумаг // Международное коммерческое право. Общая и особенная части. /Под ред. проф. Попондопуло В.Ф. — М., 2004.

10 См.: Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. М., 1994; Позицию автора см.: Коммерческое право. Часть 1.: Учебник / Под ред. В.Ф. Попондопуло, В.Ф. Яковлевой. — 3-е изд. — М., 2002. — С. 230-249.

" Подробнее позицию автора см.: Бушев А.Ю. Об абстрактности обязательства из ценной бумаги // Актуальные проблемы науки и практики коммерческого права. Сборник научных трудов. — СПб., — Выпуск 2. 1997. — С. 30-37.

в случае спора о содержании долга (права требования) дополнительные доказательства в отношении обстоятельств, неизвестных новому кредитору. Ценная бумага являлась единственным и достаточным доказательством условий воплощенного в ней долга. Поэтому для оценки потенциальным кредитором — приобретателем права требования, возможных возражений (шансов на получение ценности) они указывались в тексте бумаги либо иным образом доводились до неограниченного круга заинтересованных лиц (например, через установление унифицированных правил в законодательстве, через средства массовой информации применительно к конкретному должнику и т.д.).

12. Но все же, каким же образом применение законодателем института ценных бумаг может способствовать повышению объема рефинансирования ипотечных кредитов? Как следует из приведенного выше краткого экскурса в правовую теорию ценных бумаг, рассматриваемый институт за счет снижения юридических рисков способствует повышению доверия приобретателя ценной бумаги к вероятности удовлетворения его имущественного интереса.12

Кроме того, в набор прав, удостоверяемых рассматриваемыми ипотечными ценными бумагами, включено право на определенный, обеспечивающий исполнение имущественный комплекс. Вероятно, по замыслу законодателя, средства на рефинансирование будут предоставляться активнее при применении еще одной обеспечительной конструкции. Снижение риска невыплат по ипотечным ценным бумагам за счет предоставления особого обеспечения (ипотечного покрытия, государственных гарантий и др.) должно привлечь инвесторов. Приобретатели ипотечной ценной бумаги будут знать, что удовлетворение их требования в суде дополнительно обеспечено специальным имущественным комплексом.

Можно предположить, что в структуре инвестиционной привлекательности ипотечные ценные бумаги займут место между корпоративными и государственными ценными бумагами. По корпоративным бумагам обычно процент доходности выше, но и выше риск его неполучения и утраты вложенных средств. По государственным ценным бумагам риск ниже за счет обеспечения выплат государственным имуществом, но и ниже доходность.13

13. Рассмотрим теперь некоторые юридические особенности ипотечных ценных бумаг.

Закон, как следует из его названия, является специальным законом о ценных бумагах. Поэтому, вводя в российский оборот новые виды ценных бумаг, законодатель в полной мере удовлетворил требования ст. 143 ГК. В соответствии с названной нормой документы могут быть квалифицированы в качестве ценной бумаги только в законе о ценных бумагах или в установленном им порядке.

Ипотечный сертификат участия — 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 (ст. 2). Эта ценная бумага является бездокументарной, не эмиссионной (хотя и инвестиционной), вещно-правовой, непроцентной. С точки зрения юридической, право владельца такой бумаги на специальный обеспечивающий имущественный комплекс (ипотечное покрытие) осуществлена через применение режима общей долевой собственности. В соответствии с п. 1 ст. 20 Закона каждый ипотечный сертификат участия удостоверяет одинаковый объем прав, в том числе на одинаковую долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие.

Ипотечный сертификат участия призван, как представляется, стимулировать кредиторов по ипотечным кредитам, обладателей иных ценностей формировать ипотечное покрытие. Для решения задачи рефинансирования создание, а затем и управление ипотечным покрытием имеет для владельца ипотечного сертификата участия (банка) как минимум два преимущества. Во-первых, он может получить средства на рефинансирование непосредственно от доверительного управляющего. Во-вторых, средства могут быть получены от возмездной реализации этой ценной бумаги, например ипотечному агенту или же в результате займа, обеспеченного ценной бумагой. Ипотечный сертификат участия является в большей мере продуктом однозвенной (германской) системы рефинансирования, хотя может использоваться и при двухзвенной системе для формирования ипотечного покрытия, обеспечивающего в последующем исполнение обязательств по соответствующим облигациям.

Облигация с ипотечным покрытием — это облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия (ст. 2). Рассматриваемые облигации, в частности, предоставляют их владельцам право на получение фиксированного процента их номинальной стоимости, выплачиваемого не реже одного раза в год (ст. 10).

Облигация с ипотечным покрытием предоставляет ее владельцу все права, возникающие из залога ипотечного покрытия. Именно правовой конструкцией залога законодатель защитил возможные притязания владельца облигации на ипотечное покрытие. С переходом прав на облигацию с ипотечным покрытием к новому владельцу (приобретателю) переходят все права, возникшие из залога ипотечного покрытия. Передача прав, возникших из залога ипотечного покрытия, без передачи прав на облигацию с ипотечным покрытием является недействительной (ст. 11).

Этот вид облигаций может использоваться для целей привлечения заемных средств как при одно-, так и при двухзвенной системе рефинансирования.

В заключение вновь хотелось бы подчеркнуть, что применение института ценных бумаг является одним (и далеко не единственным) из опосредованных способов повышения доверия участников ипотечных обязательств к удовлетворению их имущественного интереса. Ценные бумаги, являясь особым доказательством, снижают юридические риски, а следовательно, и соответствующие затраты. Основным экономическим, организационным и правовым решением, позволившим потенциально укрепить доверие приобретателей

12 Этот интерес может быть удовлетворен как за счет должника по ценной бумаге, так и посредством ее возмездной реализации новому приобретателю (кредитору).

13 Российский законодатель уже закрепил за ипотечными ценными бумагами статус надежных активов для организаций, размещающих финансовые средства для социально значимых целей См., напр.: «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих» (ст. 16): Федеральный закон от 20 августа 2004 года № 117-ФЗ // Российская газета. № 182, 25.08.2004; О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации (пп. 6 п. 3 ст. 38): Федеральный закон от 23.12.03 № 177-ФЗ // Российская газета, № 261, 27.12.2003; Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации (пп. 6 п. 1 ст. 26): Федеральный закон от 24.07.02 № 111-ФЗ // Российская газета, № 138-139, 30.07.2002.

14 Например, едва ли введение новых видов ипотечных ценных бумаг приведет к созданию работающей инфраструктуры рынка ценных бумаг, хотя, не исключено, и будет этому способствовать. Не изменит Закон и состояния судебной системы, а следовательно, не укрепит защищенность участников ипотечных.

ипотечных ценных бумаг (снизить объективные и в среднем субъективные риски), является ипотечное покрытие — особый имущественный комплекс. Введение в оборот ипотечных ценных бумаг будет способствовать решению задачи рефинансирования от внешних источников, но, конечно же само по себе решить ее не сможет.

В то же время следует обратить внимание и на то, что рефинансирование из внешних источников, будучи важным инструментом повышения эффективности системы ипотечного кредитования, всех препятствий (даже юридических, не говоря уже об организационных и экономических), связанных с развитием этой системы, не устранит."

**Список литературы**

Журнал «Предпринимательское право», 2005. № 4.