

Глава 3. ДОЛГОВЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Выпуск долговых корпоративных ценных бумаг (облигаций, векселей, залоговых) представляет собой альтернативный вид привлечения заемных средств. При этом разместить свои свободные денежные средства в облигации или векселя (фактически предоставить кредит) может любая компания, в отличие от обычных кредитов, для предоставления которых необходима лицензия на осуществление финансовых услуг.

Выпуск собственных облигаций позволяет компаниям привлекать заемные средства, чтобы в дальнейшем использовать их с определенной целью. Поэтому, принимая решение о выпуске облигаций, компания должна определить цели такого выпуска и зафиксировать их в протоколе решения о выпуске облигаций. Именно на эти цели и должны направляться средства, полученные компанией от размещения облигаций. Запрещается выпуск облигаций с целью формирования и пополнения уставного капитала эмитентов и для покрытия убытков, связанных с их хозяйственной деятельностью.

3.1. Облигация

Облигация – ценная долговая бумага, свидетельствующая о внесении ее собственником денег, определяющая отношения займа между собственником облигации и эмитентом, подтверждающая обязательства эмитента возратить собственнику облигации ее номинальную стоимость в предусмотренный условиями размещения облигаций срок и выплатить доход по облигации, если иное не предусмотрено условиями размещения.

Облигация выпускается на длительный период времени в соответствии с принятой в данной стране юридической процедурой и имеет способность к обращению. Согласно ст. 816 Гражданского кодекса РФ облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет также ее держателю право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Облигация является *эмиссионной ценной бумагой*. Это значит, что эмитент при ее выпуске обязан соблюдать правила, установленные Федеральным законом «О рынке ценных бумаг».¹

По форме выпуска облигация, как и любая другая эмиссионная ценная бумага, может быть: *именной* или *на предъявителя*; обеспеченной или необеспеченной; конвертируемой или неконвертируемой. С единым сроком погашения

¹ ФЗ-39 О рынке ценных бумаг от 22.04.96 (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51-ФЗ, от 27.07.2006 № 138-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм. внесенными Федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

или со сроком погашения по сериям облигации могут погашаться деньгами или иным имуществом. Например, жилищные сертификаты как один из видов облигаций погашаются жильем, которое строит эмитент облигаций. Возможен также выпуск конвертируемых облигаций. Они погашаются путем обмена на акции акционерного общества, которое выпустило такие облигации. Облигации могут выпускаться правительством страны, органами местного самоуправления частными организациями. Когда инвестор покупает облигации, он предоставляет эмитенту свои деньги. Продавец облигации обязуется выплатить основную сумму долга в определенное время. По процентным облигациям проценты выплачиваются через определенные периоды времени. Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству.

Облигационный заем удостоверяет:

- факт предоставления владельцем ценной бумаги денежных средств эмитенту;
- обязательство эмитента вернуть держателю облигации сумму основного долга (или ее эквивалент – жилую площадь) по истечении оговоренного срока;
- обязательство эмитента выплачивать держателю облигации фиксированный доход в виде процента от номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигации различаются по статусу эмитента; срокам, на которые выпускаются облигационные займы; целям выпуска; способам выплаты доходов и/или погашения и др.

В решении о выпуске облигации обязательно указываются: цель выпуска, вид облигаций, общая сумма эмиссии, количество облигаций, номинальная стоимость, порядок и сроки размещения, порядок оплаты и т. д.

В отличие от срочного кредита облигации обычно имеют постоянную доходность, хотя в последние годы растет количество случаев применения различных типов облигаций с плавающей процентной ставкой. Процентная ставка по каждому виду облигаций определяется степенью риска по этим долговым обязательствам. По большинству облигаций процентный доход выплачивается каждые полгода. Выпуск облигаций подготавливается на основе финансового анализа, используемого при оценке эффективности инвестиционных проектов.

Среди новых долгосрочных финансовых инструментов – облигация с нулевым купоном, облигация с плавающей процентной ставкой и пут-облигация, которые появились в результате крайней нестабильности процентных ставок. Бросовые облигации стали источником финансирования операций поглощения одних компаний другими. Проектное финансирование и секьюритизация¹ по-

¹ *Секьюритизация (securitization)* – в соответствии с наиболее распространенной трактовкой процесс трансформации ссуд и других видов дебиторской задолженности в *ценные бумаги*. С этой целью, например, ссуды с одними и теми же (стандартными) условиями объединяются в пакет, и на этой основе выпускаются долговые ценные бумаги, обеспечением которых служат основные суммы ссуд и проценты, взимаемые по ним. Поскольку ценные бумаги обладают большей ликвидностью, чем другие финансовые инструменты, которыми не торгуют на открытом рынке, процедуры С. по-

зволяют компании увязать эмиссию долговых обязательств с конкретными активами.

Безотзывная облигация (noncallable bond) – ценная бумага, которая не может быть отозвана эмитентом для досрочного погашения.

Бросовая облигация (junk bond) – высокодоходная ценная бумага с высоким риском. Различают два типа:

1. Облигации, бывшие первоначально надежными, но ставшие высокорисковыми, когда эмитент столкнулся с финансовыми трудностями после их выпуска. Такие облигации, называемые падшими ангелами (*fallen angels*), обычно имеют «приемлемый» уровень купонного дохода, но продаются с большим дисконтом и поэтому имеют высокую доходность к погашению, для того чтобы привести доход в соответствие с сегодняшним высоким риском.

2. Облигации с очень высоким риском в момент выпуска; это облигации без обеспечения, имеющие более низкий статус, чем другие долговые обязательства, и выпускаемые либо для финансирования покупки контрольного пакета акций, либо для слияния, либо в ситуации, когда эмитент находится в глубоком кризисном состоянии. Во всех случаях выпуска новых бросовых облигаций доля заемных средств компании намного выше доли собственного капитала.

Облигация «бык-медведь» (bull-bear bond) – ценная бумага, основная сумма к погашению которой связана с ценой другой ценной бумаги. Такие облигации выпускаются двумя траншами: при погашении первого сумма выплат увеличивается вместе с ценой другой ценной бумаги, а при погашении второго - сумма выплат снижается вместе с ценой другой бумаги.

Гарантированная облигация (guaranteed bond) – ценная бумага, погашение которой эмитентом и выплаты процентов по которой гарантируются третьей стороной.

Облигация действия (performance bond) – вид гарантии, которую выдает банк (или иное юридическое лицо), гарантируя заказчику возмещение убытков при невыполнении подрядчиком своих обязательств в строительном проекте (в объеме, спецификации и по цене, установленной договором).

Доходная облигация (income bond) – а) ценная бумага, процент по которой выплачивается только в случае получения эмитентом прибыли; б) облигация, выпускаемая для замещения предшествующих выпусков облигаций в случаях, если компания оказалась неплатежеспособной по их погашению. Более высокий процент, начисленный по таким облигациям, выплачивается, однако, только в том случае, если эмитент имеет для этого достаточные доходы.

Золотая облигация (gold bond) – ценная бумага, обеспеченная золотом (процентные платежи привязаны к цене золота); такие облигации обычно выпускают золотодобывающие компании.

Именная облигация (registered bond) - облигация, владелец которой зарегистрирован в списке держателей облигаций, на облигации может быть указано имя владельца.

зволяют повесить ликвидность различных типов долговых инструментов, снизить процентную ставку заемщика и в целом повесить эффективность функционирования финансовых рынков.

Облигация на предъявителя (bearer bond) – ценные бумаги, не зарегистрированные в бухгалтерской отчетности эмитента. Владелец держит подобные облигации в физической форме и получает проценты, отрывая купоны от сертификата облигаций и предъявляя их платежному агенту.

Облигация накопления (accrual bond) – ценная бумага, по которой процентный доход начисляется, но не выплачивается инвестору в течение периода накопления. Начисленные проценты добавляются к основной стоимости облигации и выплачиваются при наступлении срока ее погашения.

Облигация отзывная (callable bond) – эмитент имеет право отозвать ее для выкупа до наступления срока погашения облигационного займа.

Облигация нут (puttable bond) – ценные бумаги, которые по желанию владельца можно погасить по номиналу. Защищают от роста процентных ставок. В качестве примера можно привести 50-миллионную эмиссию 25-летних облигаций американской компании *Transamerica* с купонной ставкой 8,5%. Эти облигации не подлежали досрочному погашению по инициативе самой компании, но покупатели могли предъявить их к оплате по номиналу через 5 лет после выпуска. Если процентные ставки вырастут, то держатели облигаций могут погасить их и реинвестировать полученные суммы под больший процент дохода. Это свойство облигации дало возможность компании *Transamerica* разместить облигацию с купонной ставкой 8,5% в то время, когда по другим облигациям с подобными характеристиками выплачивался доход по ставке 9%.

Облигация с плавающей процентной ставкой (bond with sailingpercentage rate) – ценная бумага, у которой при выпуске величина купонной ставки объявляется только на первые 6 месяцев с момента эмиссии, после чего она каждые полгода пересматривается на основе какой-нибудь рыночной ставки.

Облигация с платежом по выбору (optional payment bond) – ценная бумага, дающая держателю возможность выбора валюты платежа основной суммы и (или) процента.

На финансовом рынке распространение получили *товарные облигации*, погашение которых осуществляется не в денежной, а в товарной форме – квартирами, нефтью, автомобилями и т. д.

В 2008 г. Россельхозбанк планирует выпустить *земельные облигации*, обеспеченные участками. Федеральное агентство по ипотечному жилищному кредитованию собирается использовать эти облигации как составляющую механизма земельной ипотеки (программа АИЖК пока в проекте). В России бумаги, погашающиеся в фиксированный срок земельным участком, в последний раз выпускались еще в царские времена.

В современных развитых странах процент облигационных займов составляет, как правило, от 10–15 до 60–65%. Динамика объемов финансовых ресурсов, привлекаемых отечественным корпоративным сектором через облигационные выпуски, представлена на рис. 3.1.

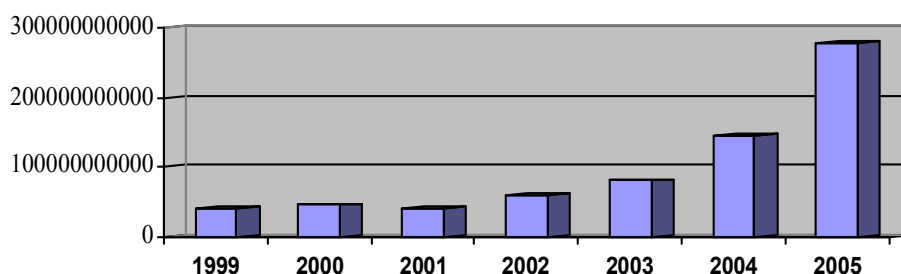


Рис. 3.1 Объем эмиссий корпоративных облигаций на внутреннем рынке РФ, млрд руб.

Однако говорить о том, что средства, привлеченные с этого рынка, в полном объеме используются в качестве инвестиционных ресурсов, неправомерно. Поскольку российское законодательство предоставляет право на выпуск облигаций и финансовым, и нефинансовым структурам, направления использования привлекаемых через эмиссии средств могут быть самыми разнообразными. Так, если облигационный заем осуществляет компания реального сектора экономики, то, как правило, она удовлетворяет потребность в ресурсах, необходимых для его развития, т. е. речь идет о вложениях в основной капитал.

Для финансовых организаций выпуск облигаций выступает одним из множества механизмов формирования собственной ресурсной базы, на основе которой они осуществляют свою деятельность – кредитуют и финансируют различные сферы экономики. Однако средства, привлекаемые через размещение «финансовых» облигаций, могут попадать не только в реальный сектор, но и обретать форму вкладов, депозитов коммерческих банков и других финансовых активов.

Согласно исследованиям, основная роль в эмиссии корпоративных облигаций¹ принадлежит компаниям реального сектора экономики. Это свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника финансирования основного капитала (рис. 3.2).



Рис. 3.2. Структура выпусков облигационных займов, осуществленных компаниями реального сектора экономики и финансовыми организациями

¹ Кобылинская Г. В. Корпоративные облигации в финансировании основного капитала // Вестник ИНЖЭКОНА. Сер. Экономика журн. 2007. № 3(16). С. 183–189.

При этом большая часть от общего объема инвестиций в основной капитал приходится на инвестиции, привлекаемые через облигационный заем. На протяжении всего исследуемого периода в структуре займов преобладали облигации со сроком обращения больше одного года (табл. 3.1).

Таблица 3.1

Структура облигационных займов компаний в разрезе сроков их обращения, %

Сроки \ Период	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
более 5 лет	0,20	0,80	0,28	0,24	4,89	10,33	6,32
с 3-5 лет	27,15	15,01	28,98	7,22	19,20	20,11	47,33
с 2-3 лет	5,72	61,68	22,89	53,30	56,94	60,21	38,11
с 1-2 лет	0,16	0,99	26,71	30,63	17,04	4,93	6,25
с 0,5 - года	0,11	13,20	9,94	8,33	1,94	4,43	2,00
не более 0,5 лет	66,66	8,32	11,20	0,27	0,00	0,00	0,00

Рынок облигационных заимствований непосредственно воздействует на процесс финансирования основных фондов (рис. 3.3), хотя доля облигаций в общей структуре инвестиций незначительна (составляет около 5%). Однако этот показатель практически сравнялся с объемами кредитов коммерческих банков, предоставляемых для финансирования основных фондов (рис. 3.4).

Объемы выпускаемых облигаций и в региональном, и в отраслях распределяются неравномерно.

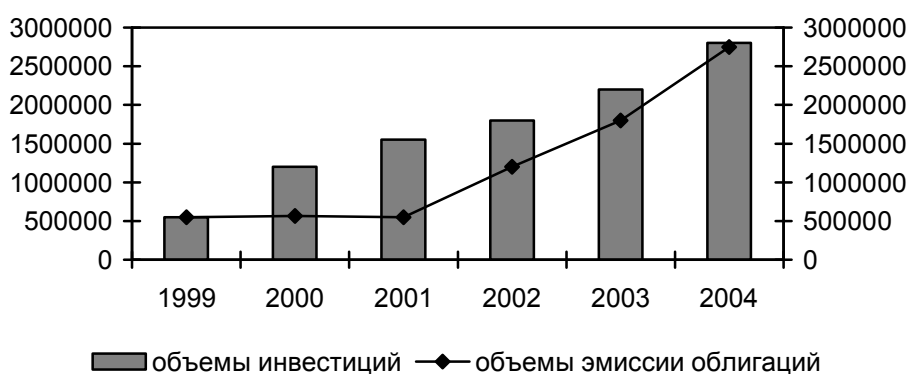


Рис. 3.3 Динамика общего объема инвестиций в основной капитал и объема выпускаемых облигаций в РФ, млн руб.



Рис 3.4. Доля источников в структуре инвестиций в РФ, %

В последнее время в Российской Федерации широкое распространение получило привлечение средств граждан и юридических лиц в строительство объектов недвижимости посредством выпуска облигационных займов. Участниками такой схемы выступают заказчик, заемщик-эмитент, финансовый агент (организатор) и кредитор. Функции кредитора выполняют в данном случае (в отличие от всех других моделей финансирования недвижимости) покупатели объекта недвижимости. В качестве эмитента могут выступать государственные органы, юридические лица, имеющие права на проведение строительства на отведенный в установленном порядке земельный участок и необходимую проектно-документацию. Возможно совмещение функций заказчика и эмитента. Организаторами выпуска и оборота облигационных займов могут быть инвестиционные банки, назначаемые эмитентом для подготовки и проведения всех операций, связанных с выпуском облигационного жилищного займа, на условиях гарантированного размещения всего объема выпуска. Одной из главных функций организатора обычно является нахождение кредиторов (как юридических, так и физических лиц).

На первичном рынке недвижимости в обращении находятся займы полутора десятков строительных компаний на общую сумму более 20 млрд руб. В табл. 4.2 представлены объемы эмиссии и доходности облигаций крупных строительных компаний. Как видим, стоимость заимствований на этом рынке для крупных петербургских компаний – около 12-13%, что связано с переоценкой рисков строительной отрасли. Однако в июле 2007 г. группа ЛСР разместила облигации на 3 млрд руб. по рекордно низкой ставке (для отрасли) – 8,35% в рублях.

Строительные облигации на фондовом рынке

Эмитент, номер выпуска	Объем эмиссии, руб.	Дата погашения	Оферта	Доходность, %
Главмосстрой-Финанс, 1	2 000 000 000	27.05.2007 г.	27.05.2006 г.	10,68
Группа компаний ПИК, 5	1 120 000 000	20.05.2008 г.	23.05.2006 г.	12,70
Группа ЛСР, 1	1 000 000 000	20.03.2008 г.	23.03.2006 г.	11,05
ИНКОМ-Финанс ИНКОМ-Недвижимость	1 250 200 000	28.03.2009 г.	28.03.2006 г.	13,61
ИНТЕКО-1	1 200 000 000	15.02.2007 г.		11,25
ИНТЕКО-Инвест, 1	3 000 000 000	29.04.2007 г.		Нет торгов
Камская долина-Финанс, 1	100 000 000	15.02.2007 г.	20.02.2006 г.	13,04
МираксГрупп, 1	1000000000	19.08.2008 г.		Торги не начались
Пересвет-Инвест, 1	200 000 000	02.10.2007 г.	18.10.2006 г.	14,34
Северный город, 2	200 000 000	22.02.2007 г.		12,26
СУ-155 капитал, 1	1 000 000 000	30.03.2007 г.	30.03.2006 г.	10,49
ЦУН ЛенСпецСМУ, 1	1 000 000 000	22.04.2010 г.	10.05.2006 г.	12,37
ЮСКК, 1	600 000 000	01.07.2008 г.	11.07.2006 г.	13,39
Стройметресурс, 2	525 498 000	21.06.2007 г.		Нет торгов
Стройтрансгаз, 1	3 000 000 000	25.06.2008 г.		8,64

Ценные бумаги были размещены через открытую подписку на Фондовой бирже ММВБ. Организаторы выпуска – ФК «Уралсиб» и банк ABN-AMRO. Андеррайтером выпуска является ФК «Уралсиб». Срок обращения облигаций четыре года, они будут торговаться на ММВБ и на внебиржевом рынке.

Этот заем – уже третий для группы. Дебютное размещение ее облигаций состоялось в марте 2005 г. Объем займа составил 1 млрд руб., ставка – 14%. Второй заем – объемом 2 млрд руб. – был размещен в декабре 2006 г. Ставка купона по нему на момент размещения была одной из самых низких на рынке облигаций российских строительных компаний – 10,7%.

Средства, привлеченные в ходе облигационного займа, группа ЛСР планирует направить на обслуживание своего кредитного портфеля, а также на финансирование инвестиционных проектов, среди которых строительство в России заводов по производству кирпича и цемента.

Заимствования на фондовом рынке удобны для девелоперов, и прежде всего тем, что не надо заботиться о залоге (банковский кредит без залога не получить). Но для мелких и средних компаний выпуск облигаций – слишком затратное мероприятие, и деньги для малоизвестного заемщика оказываются слишком дорогими.

Ускоренное развитие рынка облигационных займов позволит:

- привлечь дополнительные инвестиции в жилищный сектор рынка недвижимости, наиболее полно задействовав свободные денежные средства юридических лиц и сбережения населения;

- повысить инвестиционную привлекательность рынка недвижимости отдельных регионов;

– обеспечить дополнительные возможности для осуществления профессиональной деятельности на рынке недвижимости за счет появления новых финансовых инструментов.

Основными преимуществами облигационного займа являются:

– мобилизация значительных денежных средств и финансирования крупномасштабных инвестиционно-строительных проектов без угрозы вмешательства инвесторов в управление их реализацией;

– возможность маневрирования при определении характеристик выпуска – все параметры облигационного займа (объем эмиссии, процентная ставка, сроки, условия обращения и погашения и т. д.) определяются эмитентом самостоятельно с учетом характера осуществляемого за счет привлекаемых средств инвестиционно-строительного проекта;

– аккумуляирование денежных средств частных инвесторов (населения), привлечения финансовых ресурсов юридических лиц на более длительный срок по сравнению со сроками кредитов, предоставляемых коммерческими банками, и на более выгодных условиях с учетом реальной экономической обстановки и состояния финансового рынка;

– оптимальное сочетание уровня доходности для инвесторов и уровня затрат эмитента на подготовку и обслуживание облигационного займа;

– повышение инвестиционной привлекательности жилищного строительства для сторонних инвесторов;

– стабильность погашения облигаций, так как ставки доходности не могут быть изменены, если нет специальной оговорки в проспекте эмиссии;

– возможность сбыта облигаций на вторичном рынке по определенным котировкам;

– выпуск производных финансовых инструментов;

– возможность ограничения круга инвесторов;

– привлечение иностранных инвесторов;

– возможность привязки облигаций к одной из мировых валют.

Главным недостатком использования облигационных займов на нестабильном рынке недвижимости можно считать то, что эмитент несет определенные риски и всегда существует вероятность того, что облигационный заем не будет успешным в перспективе.

Другим фактором, сдерживающим развитие рынка облигационных займов в России, является нерациональный порядок налогообложения операций. Как известно, в российской практике бухгалтерского учета выплачиваемые эмитентами проценты по облигациям не относятся к составу затрат, включаемых в себестоимость (за редким исключением), и выплачиваются из чистой прибыли, что резко снижает эффективность займа. Такой порядок не соответствует международным стандартам бухгалтерского учета, согласно которым проценты по облигациям должны удерживаться из прибыли до налогообложения. Налог на операции с облигациями при регистрации и продаже их выпуска эмитент платит в размере 0,5% от номинального объема выпуска.

Еще одна проблема - наличие законодательных требований, ограничивающих выпуск облигаций. Так, эмитент должен соблюдать следующие формальные условия:

- номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала эмитента либо величину обеспечения, предоставленного эмитенту третьими лицами для целей выпуска;

- выпуск облигаций разрешается после полной оплаты уставного капитала;

- выпуск облигаций без обеспечения допускается на третьем году деятельности эмитента и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Рассмотрим, как работает облигационный заем на конкретном примере. ООО «Владимирский Пассаж» разместил на Санкт-Петербургской валютной бирже облигационный заем объемом 300 млн. руб. Номинальная стоимость облигаций – 1 тыс. руб., срок обращения ценных бумаг – три года. Купонный доход по ним будет выплачиваться раз в полгода. Ставка первого купона определится на аукционе в ходе размещения займа, доход по второму и третьему купонам будет таким же. Условия следующих выплат определит сам эмитент. Через полтора года он обязан по требованию владельца облигаций выкупить их назад по номиналу. Организатор займа – Северо-Западное отделение Сбербанка России. ООО «Владимирский Пассаж» входит в группу компаний «Элис». В ее составе – 11 предприятий в России и 2 – за границей. В бизнесе группы – четыре основных направления: строительное, торговое, производственное и управление недвижимостью. Компания эксплуатирует одноименный торгово-гостиничный комплекс на Владимирском пр., 19, сданный в эксплуатацию в конце 2003 г. (общая площадь – 24 200 м²). Для его строительства ГК «Элис» взяла кредит в Международном банке Санкт-Петербурга. Сумма долга - около 280 млн руб., процентная ставка – 13% годовых.

Средства, вырученные от размещения облигаций, будут направлены на рефинансирование этого кредита. По расчетам специалистов ЗАО «Сбербанк-Капитал» (соорганизатора выпуска), эмитент в состоянии обслуживать и возратить заем за счет денежных потоков, формируемых «Владимирским Пассажем».

Кроме того, поручителями облигационного выпуска являются две компании, входящие в ГК «Элис»: ООО «Росинвест» – владелец восьми объектов недвижимости в Петербурге (помещения магазинов «Элис» и складские площади), а также ООО «Политекс», которому принадлежит производственная база холдинга в Калининграде. Общая сумма поручительства – 435 млн руб. – обеспечивает сам заем и купонные выплаты и превосходит стоимость чистых активов фирм-поручителей.

Купонный доход по результатам размещения займа ожидается до 13,5% годовых. В планах ГК «Элис» – реализация нескольких крупных инвестпроектов в сфере недвижимости. В I квартале 2006 г. она намерена приступить к строительству двух жилых комплексов (в Московском районе и в Шувалово-Озерках) общей площадью свыше 130 тыс. м². Весной рядом с «Владимирским

Пассажем» начнется возведение бизнес-центра с многоярусным паркингом (общая площадь около 5 тыс. м²).

При схеме облигационного жилищного займа граждане имеют возможность постепенно накапливать средства на приобретение жилья путем покупки облигаций. Накопив необходимый пакет облигаций, гражданин вправе обменять его на жилье соответствующей площади. Как правило, облигации жилищного займа дают право на приобретение жилья в домах, построенных муниципалитетом. Облигации жилищного займа могут иметь кратко-, средне- и долгосрочный периоды обращения.

Эмитент может погасить облигации денежными средствами исходя из рыночной стоимости 1 м² общей площади построенного жилья, жильем, обменом на облигации последующих серий. Каждая облигация дает право на получение определенного количества площади жилья (не менее 0,1 м²). Срок их обращения может достигать 30 лет. В России предельный срок – 10 лет. Цена облигаций устанавливается на основе себестоимости строительства и индексируется в соответствии с изменением стоимости строительства жилья. При отказе от приобретения жилья облигации выкупаются по текущей номинальной цене.

Граждане, желающие приобрести жилье и купившие не менее 30% от требуемого для этого количества облигаций жилищного займа, имеют право заключить с эмитентом договор купли-продажи на приобретение жилья при условии оплаты оставшейся стоимости.

В данной схеме прямые договорные отношения между кредитором и эмитентом заменяются на систему выпуска и размещения ценных бумаг целевого назначения, дающих право на получение жилья. Иными словами, облигации жилищного займа гарантируются незавершенным строительством конкретных жилых объектов. Развитие договорных отношений между участниками данной схемы представлено на рис. 3.5.

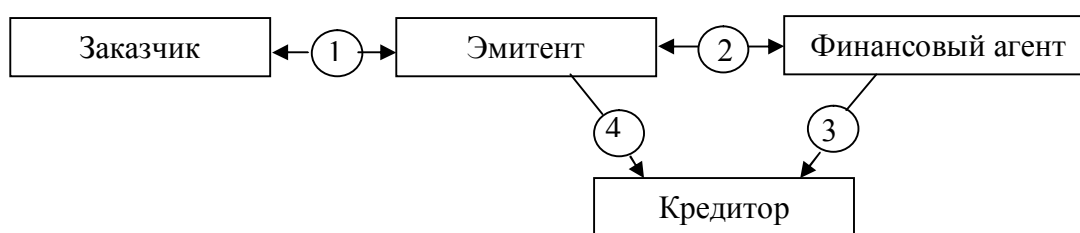


Рис. 3.5 Договорные отношения при схеме финансирования жилья с использованием облигаций жилищного займа: 1) договор о выполнении функций заказчика и эмитента облигаций жилищного займа; 2) договор о выполнении функций финансового агента; 3) договор купли-продажи облигаций жилищного займа; 4) договор погашения облигаций жилищного займа жильем договоров долевого участия, но с более высокой ликвидностью и обязательной индексацией номинальной стоимости в зависимости от определенного индекса. Номинальная стоимость жилищного сертификата устанавливается в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. Схема индексации номинальной стоимости жилищного сертификата устанавливается при его выпуске и остается неизменной в течение определенного срока действия.

Частным случаем облигационного займа с целью финансирования жилищного строительства являются выпуск и продажа накопительных жилищных сертификатов.

Номинальная стоимость жилищного сертификата устанавливается в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. Схема индексации номинальной стоимости жилищного сертификата определяется при его выпуске и остается неизменной в течение определенного срока.

Жилищный сертификат можно рассматривать как бескупонную облигацию с возможностью натуральной формы погашения. Сертификат представляет собой высоколиквидную ценную бумагу, дающую право на получение от 0,1 до 1 м² жилья определенного качества и местоположения в строящемся или реконструируемом доме.

Как правило, срок действия жилищных сертификатов не ограничен. После формирования пакета, достаточного для получения жилого объекта недвижимости желаемой площади, его владелец предъявляет сертификаты к погашению и через определенное время становится владельцем жилья от эмитента сертификатов.

К основным особенностям финансирования объектов недвижимости жилищными сертификатами можно отнести:

- эквивалентность жилищного сертификата определенной площади;
- разделение процесса строительства на несколько этапов, под финансирование каждого из которых реализуется определенное количество сертификатов;
- формирование цены жилищных сертификатов в зависимости от затрат по каждому этапу строительства и от уровня инфляции, приведенных к 1 м² общей площади жилых объектов недвижимости;
- выбор покупателем сертификатов формы их погашения.

Жилищные сертификаты имеют ряд преимуществ по сравнению с ипотекой:

- отсутствует угроза выселения при потере платежеспособности;
- цена сертификата ниже цены 1 м² жилья, тогда как приобретение жилого объекта недвижимости через схемы ипотечного кредитования увеличивает его стоимость зачастую в 2-3 раза;
- сертификаты можно приобретать постепенно, по мере появления свободных денежных средств, ипотека же накладывает долговременные и жесткие ограничения на семейный бюджет.

Жилищные сертификаты дают владельцам право на получение жилья в домах, под которые производится эмиссия. При этом банк может размещать сертификаты на рынке ценных бумаг, беря на себя роль финансового агента между их эмитентом и покупателем, одновременно становясь поручителем (гарантом) возвратности средств в случае провала проекта строительства. Поручителем по жилищным сертификатам может быть и страховая компания.

Натуральный доход по жилищным сертификатам получается при погашении жилыми объектами недвижимости соответствующей площади, а *денеж-*

ный – при погашении по цене строительства 1 м² общей площади объекта, построенного на средства от продажи жилищных сертификатов.

Поскольку погашение сертификата происходит из расчета одна ценная бумага – единица площади жилого объекта недвижимости, эмитент жилищных сертификатов может использовать нетрадиционные формы предоставления объектов:

– обмен жилого объекта недвижимости меньшей площади на объект большей площади с передачей эмитенту жилищных сертификатов в количестве, равном разнице между площадями;

– предоставление льготных условий продажи пакетов жилищных сертификатов.

На операции с жилищными сертификатами распространяются правила налогообложения, применяемые к другим ценным бумагам: отсутствие начисления и уплаты НДС, освобождение от уплаты подоходного налога в определенном размере в случае получения дохода от продажи жилищных сертификатов физическим лицам.

В процессе строительства жилого объекта недвижимости жилищные сертификаты можно свободно покупать и продавать. Если купленных сертификатов недостаточно, чтобы получить жилой объект в момент сдачи первой очереди строительства, они подлежат погашению. При этом клиенту предлагают два варианта:

1) погашение денежными средствами по стоимости построенного жилого объекта недвижимости;

2) погашение жилищными сертификатами следующей серии с повышающим коэффициентом (поскольку стоимость сертификатов для строящегося объекта ниже стоимости законченного строительства).

Жилищные сертификаты можно трактовать как безвозмездную жилищную субсидию. Об этом свидетельствует ряд программ федерального и регионального значения, реализуемых на территории России.

Долговые ценные бумаги на этапе эмиссии оцениваются по номинальной, эмиссионной, рыночной и настоящей стоимости. *Номинальная стоимость* долговых ценных бумаг – это сумма, указанная на самих ценных бумагах и подлежащая к выплате инвестору по окончании срока займа, т. е. это стоимость погашения данного обязательства. *Эмиссионная стоимость* – это цена, по которой эти ценные бумаги приобретают инвесторы. *Рыночная стоимость* – это сумма, выплачиваемая на фондовом рынке по ценным бумагам с похожими условиями заимствования и риска.

На этапе эмиссии для долговых ценных бумаг, если они являются долгосрочными и по ним предполагается выплата процентов, рассчитывается настоящая стоимость. *Настоящая стоимость* долговых ценных бумаг – оценка реальной стоимости денежных средств состоянием на конкретный момент времени, если эти средства планируется получить в будущем. Величина настоящей стоимости ценных бумаг на этапе эмиссии зависит от срока получения денежных средств и рыночной ставки процента, характеризующей обесценение денежных средств во времени. Настоящая стоимость, рассчитанная по рыночной

ставке процента с учетом срока получения денежных средств, на дату баланса будет отличаться от ее фактической стоимости. В связи с этим настоящая стоимость ценных бумаг на дату баланса рассчитывается по методу эффективной ставки процента.

На рынке ценных бумаг находятся облигации двух типов. Купонные облигации продаются по номинальной стоимости и обеспечивают владельцу облигации регулярные купонные выплаты плюс получение номинала в срок погашения облигации. Бескупонные, чисто дисконтные облигации продаются по дисконтной цене ниже номинала, и выплата по ним производится один раз в день погашения облигации, когда владелец облигации получает ее полную стоимость. При оценке облигаций обоих типов основное значение имеет концепция приведенной стоимости, под которой в общем случае понимают ту сумму денег, которую инвестор должен заплатить за финансовое или реальное средство, чтобы через определенные промежутки времени это средство приносило требуемые инвестором суммы денег.¹

Приведенную стоимость PV облигации высчитывает по формуле:

$$PV = P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} + \frac{M_n}{(1+i)^n}, \quad (3.1)$$

где:

PV – приведенная стоимость облигации, равная цене P_0 облигации в момент ее покупки (при $t=0$);

C_t – периодические купонные выплаты по облигации M_n – номинальная стоимость облигации i – ставка дисконта;

n – количество периодов, по окончании которых высчитываются купонные выплаты.

Приведенную стоимость PV бескупонных облигаций определяют по формуле (3.2), полагая величины купонных выплат $C_t=0$.

$$PV = P_0 = \frac{M_n}{(1+i)^n}, \quad (3.2)$$

Отметим, что использование формул (3.1) и (3.2) предполагает ряд условий: считается, что инвестор владеет облигациями вплоть до срока их погашения; время покупки облигаций совпадает со сроком купонной выплаты; формулу (4.3) применяют при ежегодных купонных выплатах, если же эти выплаты производят m раз в год, то в формулу следующие изменения:

- 1) уменьшают в m раз величины купонных выплат (каждая купонная выплата станет равной C_t/m);
- 2) уменьшают в m раз ставку дисконта (требуемую норму отдачи) i ;
- 3) увеличивают в m раз количество периодов, после которых осуществля-

¹ При подготовке использованы материалы Аскинадзи В. М. Рынок ценных бумаг. М., Международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2002.

ются купонные выплаты.

Тогда формулу для подсчета текущей стоимости облигации со сроком погашения n лет и купонные выплаты по которой производят m раз в год, можно представить в виде:

$$PV = P_0 = \sum_{t=1}^{m \times n} \frac{C_t/m}{(1+i/m)^t} + \frac{M_n}{(1+i/m)^{m \times n}}. \quad (3.3)$$

Рассмотрим пример вычисления цены облигации P_0 (что эквивалентно определению ее приведенной стоимости). Пусть имеется облигация со следующими характеристиками: номинальная стоимость – $M_n=1000$ руб.; срок погашения – $n=20$ лет; купонная выплата – 5%, т. е. $C_t=0,0571000=50$ руб., производится раз в год; требуемая ежегодная норма отдачи (требуемая ежегодная доходность), или ставка дисконта, – 7%. Подставив эти данные в формулу (3.1), получим:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{20} \frac{50}{(1+0,07)^t} + \frac{1000}{(1+0,07)^{20}}. \quad (3.4)$$

Вычисления дают цену облигации на момент продажи:

$$P_0=529,7+258,4=788,1 \text{ руб.}$$

Определение стоимости бескупонных облигаций значительно проще. Предположим, что рассмотренная нами облигация является бескупонной, ее цена будет:

$$P_0 = \frac{M_n}{(1+i)^n} = \frac{1000}{(1,07)^n} = \frac{1000}{(1,07)^{20}} = 258,4 \text{ рублей} \quad (3.5)$$

Рассчитаем цену облигации в случае многократных купонных выплат в течение года: положим $m=2$, т. е. процент по облигации выплачивается раз в полгода. Для нашей облигации применительно к формуле (3.3) имеем: $m \times n=2 \times 20=40$; $C_t/2=25$ руб.; $i/2=3,5\%$, значит:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{40} \frac{25}{(1+0,035)^t} + \frac{1000}{(1+0,35)^{40}}. \quad (3.6)$$

Существует строгая взаимосвязь между ценой облигации, купонной выплатой, требуемой доходностью и сроком погашения:

1. Цена облигации P_0 и требуемая доходность (требуемая отдача) i находятся в обратной зависимости – повышение (понижение) величины i приводит к падению (росту) цены P_0 .

2. Взаимосвязь между ценой облигации P_0 купонной выплатой C_t (выраженной в виде процента) и требуемой доходностью i проявляется следующим образом:

– когда процент C_t купонной выплаты равняется i , то цена облигации P_0 равняется номинальной стоимости M_n . Поскольку величины номинала M_n и процента купонной выплаты C_t задаются изначально в момент эмиссии и не меняются вплоть до погашения облигации, а требуемая доходность i и текущая цена P_0 облигации могут меняться под воздействием рыночных факторов, то справедливо и обратное утверждение: всякий раз, когда цена облигации совпадает с ее номиналом, требуемая доходность облигации равняется проценту купонных выплат;

– если купонная ставка процента C_t выше требуемой доходности i , текущая цена облигации превосходит ее номинальную стоимость;

– когда купонная ставка C_t становится ниже требуемой доходности, текущая цена облигации будет меньше номинала.

3. Цена облигации зависит от срока, оставшегося до ее погашения, причем эта зависимость определяется соотношением купонной ставки процента и требуемой доходности.

Как следует из таблицы 3.3., если купонная выплата C_t равняется требуемой доходности i , то цена облигации вне зависимости от срока, оставшегося до погашения, всегда равна номинальной стоимости (1000 руб. в нашем случае). Если же $C_t \neq i$, то цена облигации P_0 равняется номиналу только в момент ее погашения. При этом, когда облигация имеет дисконт, т. е. $C_t < i$, то цена облигации постепенно повышается по мере приближения срока погашения; когда $C_t > i$ и облигация может быть продана с премией, то цена облигации медленно падает с приближением срока погашения.

Таблица 3.3

Зависимость цены облигации от срока, оставшегося до ее погашения, при различных величинах C_t

Годы до погашения	$C_t = i = 5\%$			$i = 7\% > C_t$			$i = 3\% < C_t$		
	PV купонных выплат	PV номинала	P_0	PV купонных выплат	PV номинала	P_0	PV купонных выплат	PV номинала	P_0
20	623,1	376,9	1000	529,7	258,4	788,1	743,9	553,7	1297,6
15	519,0	481,0	1000	455,4	365,4	820,8	596,9	641,9	1238,8
10	386,1	613,9	1000	351,2	508,3	859,5	426,5	744,1	1170,6
5	216,5	783,5	1000	205,0	713,0	918,0	229,0	862,6	1091,6
1	48,6	952,4	1000	46,7	934,6	981,3	48,5	970,9	1019,4
0	0	1000	1000	0	1000	1000	0	1000	1000

Цена облигации, приобретаемой не в день выплаты купонных сумм, определяется по формуле:

$$P_0 = f \times \frac{C_t}{(1+i)^f} + \sum_{t=1}^{n-1} \frac{C_t}{(1+i)^{t+f}} + \frac{M_n}{(1+i)^{n-1+f}} + (1-f) \times C_t, \quad (3.7)$$

где f – коэффициент, подсчитываемый следующим образом:

$$f = \frac{\text{число дней между датой покупки и следующей купонной выплатой}}{\text{число дней в разорванном купонном периоде}}$$

При вычислении f необходимо учитывать следующие правила: 1) день покупки облигации не учитывается, а день купонной выплаты учитывается; 2) если при расчете денежных потоков от облигации используется календарный год, то необходимо в каждом месяце брать календарное число дней. Если же год принимается равным 360 дней, то каждый месяц считается равным 30 дням. В формуле (3.7):

– первое слагаемое – приведенная стоимость оставшейся части разорванной купонной суммы;

– второе слагаемое – приведенная стоимость оставшихся до погашения неразорванных купонных выплат;

– третье слагаемое – приведенная стоимость номинала;

– четвертое слагаемое – заработанная продавцом облигации часть разорванной купонной суммы, называемая *накопленным купоном*.

Существует несколько видов категории доходности облигаций, из которых наиболее часто применяют номинальную, или купонную; текущую и доходность к погашению.

Номинальная доходность (купонная ставка) показывает процентную величину суммарного ежегодного дохода, полученного от облигации в виде купонных выплат, по отношению к номинальной стоимости облигации:

$$\text{номинальная доходность} = \frac{\text{ежегодный купонный доход}}{\text{номинальная стоимость облигации}}$$

Текущая доходность устраняет первый недостаток номинальной доходности, так как при ее исчислении используется не номинальная, а текущая рыночная цена облигации:

$$\text{текущая доходность} = \frac{\text{ежегодный купонный доход}}{\text{номинальная стоимость облигации}}$$

Доходность к погашению (yield to maturity – YTM) является наиболее часто употребляемой мерой оценки доходности облигаций, поскольку она устраняет оба недостатка, присущих номинальной и текущей доходности. Существует несколько эквивалентных определений доходности к погашению.

Первое определение основывается на предложении, что инвестор всегда имеет альтернативу - вложить деньги, предназначенные для покупки облигации, в банк. В таком случае под доходностью к погашению облигации следует понимать ту единственную и неизменную ставку процента (с учетом начисления сложного процента через определенные промежутки времени), которая, будучи выплачиваемой банком на инвестированную сумму, обеспечивала бы инвестору получение тех платежей, которые предусмотрены условиями выпуска облигации.

Второе эквивалентное определение доходности к погашению: YTM – это такая ставка дисконта, при которой приведенная стоимость денежных потоков, обеспечиваемых облигацией (купонные выплаты и номинал), равна рыночной цене облигации P_0 на момент вычисления текущей стоимости. Подобное определение доходности к погашению эквивалентно понятию *внутренней нормы отдачи* (internal rate of return – **IRR**) инвестиций.

Третье альтернативное определение: YTM – это средняя геометрическая годовая норма отдачи, которую инвестор ожидает получить от своей инвестиции в момент покупки облигации, рассчитывая держать облигацию вплоть до ее погашения.

В общем случае отдача облигации состоит из трех компонентов:

- 1) цены ликвидации (номинал M_n при погашении облигации; цена продажи $P_{\text{прод.}}$ в случае продажи облигации до срока ее погашения);
- 2) суммы купонных выплат за n периодов выплаты процентных сумм $= n \times C_t$;
- 3) суммы процента на процент.

Пример. Пусть инвестор приобретает облигацию со сроком погашения 30 лет по номинальной стоимости и с ежегодной купонной ставкой 8%. Если облигация приобретена по номиналу, то ее доходность к погашению, а следовательно, и прогнозируемая годовая средняя геометрическая норма отдачи равна купонной ставке и составляет 8%. Если в последующие 30 лет инвестор реинвестирует все полученные купонные суммы по ставке 8%, то его суммарный доход (отдача облигации) будет состоять:

- 1) из номинальной стоимости облигации, выплаченной в момент погашения (1000руб.);
- 2) купонных выплат (за 30 лет он 30 раз), т. е. суммарные процентные выплаты равны: $30 \times 50 = 1500$ руб.;
- 3) процента на процент. Чтобы его высчитать, воспользуемся таблицей аннуитетов, которая показывает, что фактор аннуитета для 8% и 30 периодов равен 113,28. Значит, суммарная величина накопленного процента равна: $113,28 \times 80 = 9062,7$. Но из этой суммы 2400руб. составляют купонные выплаты, а чисто процент на процент равен: $9062,7 - 2400 = 6662,7$ руб. Для получения такого дохода, а следовательно, и предполагаемой нормы отдачи (или, что равноценно, доходности к погашению) инвестор должен реинвестировать купонные суммы по ставке процента, равной доходности к погашению.

Поскольку третья компонента суммарной отдачи облигации предполагает начисление сложного процента на купонные выплаты, то очевидно, что эта компо-

нента будет зависеть в основном от двух факторов – величины купонной выплаты и срока до момента погашения: с ростом величины купонной ставки и срока до погашения доля процента на процент в суммарном доходе повышается.

На практике многие инвесторы продают ценные бумаги раньше срока их погашения. В этом случае для суммарной отдачи облигаций необходимо вычислить три составляющие по отношению к дню продажи, а не к моменту погашения. Кроме того, вместо номинальной стоимости облигации (которую получают при ее погашении) необходимо брать цену ее продажи. При вычислении составляющих дохода облигации в будущем (к моменту ее продажи) главная сложность состоит в определении предполагаемой стоимости облигации в день ее реализации. Данная операция подразумевает прогнозирование рыночной ставки процента, по которой необходимо дисконтировать потоки денег, не реализованных к моменту продажи облигации. Для определения отдачи в момент продажи облигации необходимо пользоваться наблюдающимися, реализованными (а не прогнозируемыми) данными о цене продажи.

Пример. Предположим, что инвестор покупает по номинальной стоимости 1000 р. облигацию со сроком погашения 10 лет и ежегодными купонными выплатами 7% (если облигация приобретена по номинальной стоимости, то в момент продажи ее доходность к погашению также составляла 7%). Инвестор уверен, что ему удастся реинвестировать получаемые купонные выплаты по ставке 8% в течение семи лет, после чего он намерен продать облигацию. Из каких составляющих формируется его суммарный доход в момент продажи облигации и чему будет равна доходность к моменту продажи, или средняя годовая геометрическая доходность облигации?

Определим предполагаемую цену продажи облигации, т. е. приведенную стоимость оставшихся потоков денег. До погашения облигации через 7 лет останется три года. Каждый год инвестор должен получать по 70 р. купонных выплат, а в момент погашения ему выплатят номинал (1000 р.). Ставка дисконта / = 8%. Отсюда цена продажи

$$P_{\text{пр.}} = \sum_{t=1}^3 \frac{70}{(1,08)^t} + \frac{1000}{(1,08)^3} = 973,8 \text{ руб.}$$

Остальные составляющие отдачи облигации находим исходя из того, что реинвестирование 70 р. по ставке 8% в течение 7 лет даст в общей сложности 624,6 р. Отсюда $70 \cdot 7 = 490$ р. составят суммарные купонные выплаты, а $624,6 - 490 = 134,6$ р. - проценты на процент.

Итак, суммарная отдача облигации через 7 лет в момент продажи будет состоять из цены продажи - 973,8 р.; суммарных купонных выплат - 490 р.; процентов на процент - 134,6 р.; итого: $973,8 + 490 + 134,6 = 1598,4$ р. Ожидаемая средняя геометрическая годовая норма отдачи составит $(1598,4/1000)^{1/7} - 1 = 0,0693$, или 6,93%.

Новым краткосрочным долговым инструментом для российского фондового рынка являются биржевые облигации.

Привлекательность биржевых облигаций обусловлена преимуществами, заложенными в механизме их выпуска и обращения. Например, по сравнению с классическими облигациями достоинства нового вида ценных бумаг заключаются в отсутствии необходимости государственной регистрации и подготовки большого количества объемных эмиссионных документов. По сравнению с векселями это биржевое обращение характеризуется отсутствием рисков, связанных с «бумажным» характером векселя. В то же время при подготовке выпуска биржевых облигаций эмитент должен затратить много времени на выбор организаторов займа и юридического консультанта, согласование структуры и условий выпуска, подготовку маркетинговых материалов, формирование синдиката, проведение встреч с инвесторами и, наконец, на согласование документов с фондовой биржей. Это является существенным недостатком при необходимости привлечения краткосрочных заимствований, так как эмитенты вынуждены брать на себя дополнительный временной риск. Размещение биржевых облигаций может быть приостановлено решением ФСФР и фондовой биржи.

3.2. Вексель

Основные особенности вексельного института отчетливо наметились и получили развитие в середине XII в. в Италии. Становление рынка товаров в различных странах привело к распространению ремесла менял. Кроме того, значительные неудобства и опасности, связанные с перевозкой больших сумм денег, привели к возникновению и развитию новой формы обмена денег посредством расписок. Первоначально такого рода операции осуществлялись через отделения меняльных контор. Таким образом, простой обмен превращался в обязательство, дававшееся менялой, об уплате против полученных им наличных денег эквивалента в другом месте и через определенное время. Причем обязанность уплатить определенную сумму возлагалась на третье лицо, находящееся в месте платежа. Такое принятие на себя обязательства платежа впоследствии получило наименование «акцепта».

Таким образом, вексель возник из потребностей в переводе денег и оформлении отсрочки платежа при совершении каких-либо гражданских и имущественных операций.

Векселя имели широкое хождение в дореволюционной России, а также в годы нэпа, так как коммерческое кредитование носило повсеместный характер. После этого вексель практически не применялся во внутригосударственном хозяйственном обороте, несмотря на то, что широко использовался во внешнеэкономических операциях. Возрождение векселя в России произошло в 1991 г., когда он был полностью признан: всем государственным предприятиям разрешили вексельное кредитование и его применение в хозяйственных операциях. Тогда же появились региональные и общероссийские программы развития вексельного обращения. Самой первой стала программа Эмиссионного синдиката (ЭС) в составе ряда банков и Российского брокерского дома (РБД). Широкому распространению векселей способствовали обеспечение свободной торговли

векселями на фондовых (в том числе биржевых) площадках, проведение постоянно действующих вексельных аукционов. Преимуществом корпоративных векселей является то, что они (в отличие от денег) не могут быть немедленно списаны за долги налоговыми службами, т. е. экономят налоги. Векселя можно заложить, внести в виде взноса в уставный капитал вновь образованной компании, а также учесть в банке, т. е. продать ему.

Вексель (от нем. Wechsel – обмен) – это ценная бумага, оформленная в строгом соответствии с требованиями закона, содержащая безусловное абстрактное денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю) и дающее его владельцу бесспорное право требовать по истечении определенного срока с лица, выдавшего (или акцептовавшего) обязательство, уплатить обозначенную в нем денежную сумму. Вексель сочетает в себе черты ценной бумаги и платежного средства. Он является абстрактно-денежным документом и в силу этого не обеспечивается залогом (залогом). Одно из отличий векселя от других долговых обязательств состоит в том, что вексель может передаваться из рук в руки по передаточной надписи – индоссаменту, проставляемой на оборотной стороне векселя или на добавочном листе (аллонже). При этом вместе с векселем другому лицу передается право на получение платежа. Реквизиты векселя определены законодательством и являются обязательными. Отсутствие в документе каких-либо из установленных обозначений лишает его силы векселя.

Векселедатель – заемщик, должник, выдавший кредитору (векселедержателю) вексель, по которому получен кредит и по которому к определенному сроку он должен погасить вексель, вернуть указанную в нем сумму денег. Векселедатель может указать какое-либо лицо для акцепта или платежа по векселю. При предъявлении требований со стороны векселедержателя векселедателю тот обязан уплатить:

- 1) неакцептованную или неоплаченную сумму векселя с процентами (при их обусловленности);
- 2) проценты со дня срока платежа;
- 3) издержки по протесту и другие издержки;
- 4) пеню со дня срока платежа.

Споры по обязательствам, вытекающим из векселя, рассматриваются на основе специального вексельного права, а не общего гражданского права (как в случае долговой расписки). В частности, в вексельном праве предусматривается жесткий и простой механизм взимания долга. В случае неплатежа векселедержатель может совершить у нотариуса протест, и нотариальная запись протеста (акт протеста) будет иметь силу судебного решения. Имея на руках опротестованный вексель, векселедержатель может обращаться в службу исполнения судебных решений для принудительного исполнения обязательства.

В соответствии с выполняемыми функциями различают векселя двух типов:

- 1) *товарный*, используемый при расчетах за товары, выполненные работы и оказанные услуги. Товарный вексель может быть выдан любым юридическим

лицом. Бланки товарных векселей единого образца выпускаются Министерством финансов РФ и реализуются через банки;

2) *финансовый*, выдаваемый под полученные на возвратной основе денежные суммы. Финансовые векселя могут выпускать только организации, имеющие лицензию, выдаваемую Центральным банком Российской Федерации.

По схеме выпуска и обращения принято выделять:

1) *простой* вексель (иначе соло-вексель) – обязательство, выдаваемое заемщиком на имя кредитора;

2) *переводный* вексель (тратта) – письменный приказ одного лица (кредитора, именуемого трассантом) другому (заемщику, плательщику, именуемому трассатом) уплатить определенную сумму денег третьему лицу (предъявителю, именуемому ремитентом);

3) *коммерческий* вексель, выдаваемый заемщиком под залог товаров; банковский вексель – тратта, выставляемая банками данной страны на своих зарубежных корреспондентов (на иностранные банки);

4) *казначейские* векселя, выпускаемые государством для покрытия своих расходов.

Простой вексель – ценная бумага, удостоверяющая безусловное денежное обязательство векселедателя уплатить по наступлении срока определенную сумму денег £ владельцу векселя (векселедержателю). Векселя, срок платежа по которым не указан, рассматриваются как подлежащие уплате по предъявлении. Простой вексель чаще всего используется при оформлении ссуд. Простой вексель дает безусловное право его держателю (владельцу или предъявителю) требовать с лица, выдавшего (или акцептовавшего) вексель, уплаты оговоренной в нем денежной суммы.

В соответствии с Положением о простом векселе и независимо от того, что в этом векселе участвуют два лица, платеж по векселю может быть обеспечен полностью или частично посредством поручительства – авалия. Такое обеспечение дается третьим лицом (обычно банком) как за векселедателя, так и за каждое обязанное по векселю лицо. Оплатив вексель, авалист приобретает все права, вытекающие из векселя. Отметка об авале может быть сделана на векселе, добавочном листе или даже на отдельном листе за подписью авалиста с указанием того, за кого именно он дан. Авалист и лицо, за которое он поручился, несут солидарную ответственность.

Простой вексель содержит следующие реквизиты:

- 1) наименование «вексель» на том языке, на котором составлен документ;
- 2) простое и ничем не обусловленное обещание уплатить определенную сумму;
- 3) указание срока платежа;
- 4) указание места, в котором должен совершиться платеж;
- 5) наименование того, кому или по приказу кого платеж должен быть совершен;
- 6) указание даты и места составления векселя;
- 7) подпись векселедателя;
- 8) наименование плательщика.

Переводный вексель – ценная бумага, которая представляет особый письменный приказ кредитора (векселедателя) плательщику об уплате третьему лицу (векселедержателю) в указанный срок определенной суммы денег, указанной в переводном векселе. Векселедатель обязан уплатить вексельную сумму, если плательщик не акцептовал (не принял) вексель к оплате и не заплатил по векселю.

Субъектами переводного векселя являются:

- 1) векселедатель (трассант);
- 2) первый приобретатель (векселедержатель), получающий в силу векселя право требовать платеж по нему;
- 3) плательщик (трассат), которому векселедержатель предлагает произвести платеж.

Обязательства по переводному векселю для трассата (плательщика) возникают лишь с момента акцепта (принятия) им векселя, в противном случае он остается (для векселя) посторонним лицом. Исходя из этого получателю денег по векселю до наступления срока платежа следует выяснить отношение плательщика к оплате векселя. Для этого он предъявляет вексель трассату с предложением его акцептовать и, следовательно, принять на себя обязательства произвести платеж. В случае неоплаты векселя в указанный в нем срок или отказа трассата от акцепта вексель предъявляется к протесту.

Протест переводного векселя в неплатеже (неакцепте) и недатировании акцепта производится нотариусом. Векселедержатель для совершения протеста должен предъявить такой вексель нотариусу по местонахождению плательщика. Нотариус в день принятия векселя к протесту предъявляет плательщику требование о платеже или акцепте векселя. Если после этого последует платеж, нотариус, не проводя протеста, возвращает вексель плательщику с надписью по установленной форме на самом векселе о получении платежа и других причитающихся сумм. Нотариусом составляется акт по установленной форме о протесте в неплатеже или неакцепте. Одновременно он делает соответствующую запись в реестре, а также отметку о протесте в неплатеже или неакцепте на самом векселе, если плательщик ответил отказом на требование произвести акцепт или платеж векселя.

Протест переводного векселя влечет за собой ряд последствий:

1. Органы суда по искам, основанным на опротестованных векселях, вправе выдавать судебные решения.
2. Наступает ответственность перед векселедержателем всех обязанных по векселю лиц, которые отвечают солидарно.
3. Неся определенные издержки, вызванные совершением протеста векселя и неполучением платежа по нему, векселедержатель вправе требовать с обязанных лиц сумму, большую, чем указано в векселе (неуплаченную вексельную сумму с процентом).

Простой вексель выписывает и подписывает векселедатель. В российской коммерческой практике используются преимущественно простые векселя. Это объясняется тем, что структура отношений при применении простого векселя проще, чем при использовании переводного. Кроме того, российское законода-

тельство предусматривает уплату налога на операции с ценными бумагами в размере 0,3% от суммы сделки, который должен взиматься при заключении договора купли-продажи переводного векселя и не взимается с аналогичной сделки по простому векселю.

Простые векселя могут быть использованы во взаиморасчетах, для вексельного кредитования, для привлечения денежных средств.

В зависимости от *формирования доходов* векселя делятся на процентные и дисконтные. *Процентные векселя* – это ценные бумаги, на вексельную сумму которых начисляются проценты. *Дисконтные векселя* – это ценные бумаги, которые продаются со скидкой по отношению к вексельной сумме. *Дисконт* – это разница между вексельной суммой и суммой платежа при продаже векселя.

Согласие принять плательщиком на себя обязательства оплатить вексель в срок получило название «вексельный акцепт». Именно акцепт делает вексель платежным средством. Вексель может быть предъявлен для акцепта до наступления срока платежа плательщику в его местонахождении (местожительстве). В некоторых ситуациях акцепт не обязателен. В любом случае векселедатель может воспретить в векселе предъявление его к акцепту. Плательщик, не акцептовавший вексель, не является ответственным по векселю, несмотря на то, что может оплатить его. При отказе плательщика от оплаты наступает ответственность трассанта как плательщика. Векселедатель может обусловить, что вексель должен быть предъявлен к акцепту с назначением или без назначения срока. Обычно чтобы подтвердить обязательство плательщика оплатить вексель, предусматривающий отсрочку платежа, к акцепту предъявляются срочные векселя. Акцепт нужен и для векселей сроком «платеж во столько-то времени от предъявления», а также в случаях, специально оговоренных условиями вексельного обращения. Вексель может быть предъявлен к акцепту с наступлением срока платежа. Вексель с оплатой «в определенный срок от предъявления» должен быть представлен акцепту в течение одного года. Векселедатель может изменить этот срок в любую сторону. Такой акцепт должен быть датирован днем, в котором он был выписан, если векселедержатель не потребует, чтобы он был датирован днем предъявления. Плательщик может потребовать предъявления векселя на следующий день.

Акцепт отмечается на векселе пометкой «акцептован» или равнозначным словом и подписывается плательщиком (достаточно и одной подписи плательщика на лицевой стороне векселя). Обычно вексель к акцепту предъявляют держатели или трассанты, а плательщик может ограничить его частью суммы. Акцепт должен быть простым и ничем не обусловленным. Производится он, как правило, через банк. Как только плательщик письменно сообщает о своем акцепте или когда он возвращает акцептованный им вексель векселедержателю, его обязанность по векселю становится безотзывной. Вместе с тем акцепт не обязательное условие для оплаты векселя плательщиком. Иногда и при использовании простого векселя требуется распространение на него правил об акцепте. В этом случае векселедатель назначает в качестве плательщика самого себя.

Поручительство по векселю обрело другое название векселя – аваль - (авалист), или гарант. Оформляется гарант надписью на векселе или на аллонже

либо выдачей отдельного документа (уже не для всех держателей, а для одного – с указанием места выдачи документа). Лицо, совершившее аваль (авалист), принимает на себя ответственность за выполнение вексельных обязательств кем-либо из обязанных по векселю лиц – акцептантом, векселедателем, индоссантом. Аваль широко используется в практике обращения простых и переводных векселей. В России авалистами часто выступают представители хозяйственной и административной сферы, особенно часто - банки. Авалист должен указать, за кого он гарантирует. Если в векселе не указано, за кого дан аваль, считается, что он дан за трассанта (векселедателя). Здесь появляется новая фигура вексельного обращения – гонорат, обязанное по векселю лицо, в отношении которого с поручительством за него выступило третье лицо. Ответственность авалиста и гонората одинакова.

Оплатив вексель, авалист имеет право требовать возмещения ущерба с того лица, за которого он дал аваль, а также с лиц, ответственных перед последним. Кроме того, авалист вправе ограничить свое обязательство суммой, сроком либо каким-то другим условием. Подпись, поставленная на лицевой стороне векселя, признается за аваль, но лишь в случае, если она не принадлежит векселедателю (трассанту) или плательщику.

Форма кредитования банком векселедержателя путем досрочной выплаты ему указанной в векселе суммы за вычетом процентов с момента учета векселя до срока платежа по нему, а также суммы банковской комиссии называется *вексельным кредитом*. При этом свои права по векселю при этом векселедержатель передает банку посредством индоссаментов.

В качестве обеспечения векселя заемщика принимаются:

- 1) гарантии банков и финансовых структур;
- 2) страховые обязательства;
- 3) гарантии органов государственного управления;
- 4) государственные и муниципальные ценные бумаги, облигации;
- 5) акции и ценные бумаги, находящиеся в собственности заемщика;
- 6) недвижимое имущество и имущественные права заемщика;
- 7) плата за услуги заемщика;
- 8) товарные активы, подтвержденные складскими и товарораспорядительными документами;
- 9) другие формы обеспечения, признанные оператором достаточными.

Кредитор имеет право:

- 1) требовать от заемщика представления по предмету договора займа необходимых документов, указания уровня доходности i , векселя заемщика;
- 2) отказать в предоставлении займа при неподтвержденной ликвидности объектов обеспечения займа;
- 3) организовывать биржевой и внебиржевой оборот векселей заемщика;
- 4) осуществлять торговлю векселями заемщика по согласованию с ним либо при нарушении условий договора займа и т. д.

Заемщик имеет следующие права:

- 1) депонировать векселя до завершения передачи залога на счете «депо» в банке заемщика под свою ответственность;

- 2) заключать договоры непосредственно с головными операторами;
- 3) заключать форвардные контракты с операторами на продажу обеспеченных векселей заемщика;
- 4) получать вознаграждение от операторов при условии совместного выполнения программных мероприятий по ликвидации неплатежей.

Переход (или передача) векселя из одних рук в другие, движение векселей в сфере обращения как денежных документов от одного лица к другому в соответствии с необходимостью осуществления между ними вексельных расчетов называется вексельным обращением. Эмитентами векселей могут быть все официально признанные хозяйствующие субъекты.

Высокая обращаемость векселей позволяет решать проблемы взаимных расчетов и неплатежей. Поскольку число индоссаментов ничем не ограничено, достаточно ликвидные векселя за непродолжительное время могут сократить неплатежи на суммы, в десятки раз превышающие номиналы векселей. Векселями погашаются долги перед контрагентами и задолженность перед местным бюджетом и государственными внебюджетными фондами.

С векселями осуществляются различные операции:

- 1) *домицилирование* – это оплата векселя по поручению клиента (векселедателя), который по предварительной договоренности с банком указывает место платежа;
- 2) *инкассирование* – это выполнение поручения векселедержателя по получению в установленный срок причитающихся платежей по векселю;
- 3) *дисконт векселей* – это их учет (прием, приобретение) в банках, в ходе которого банк получает учетную ставку;
- 4) *форфейтирование*, т. е. покупка вексельных долгов, когда векселедержатель делает передаточную надпись покупателю с оговоркой типа «без оборота на меня»;
- 5) *депонирование векселей*, т. е. их сдача на хранение в специализированные финансово-кредитные и инвестиционные институты.

Для эффективного вексельного обращения необходимы следующие условия:

- 1) оперативная система взыскания долга по векселю и эффективная система рассмотрения вексельных споров;
- 2) создание вексельных судов для ускорения процедуры рассмотрения вексельных исков и взыскания по неплатежам;
- 3) действие вексельных центров по обслуживанию корпоративных долговых обязательств в качестве финансовых посредников и т. д.

Особенности обращения векселей заключаются в значительном разбросе цен на рынке; ограниченном круге участников на рынке корпоративных векселей; выдвигании эмитентом в ряде случаев дополнительных условий и ограничений; использовании векселя как средства расчета с кредиторами.

В деловой практике обращения векселей принята следующая терминология.

Вексель дружеский - вексель, не связанный с реальной коммерческой сделкой. Кредитор по одному векселю является должником по другому. Например, векселедатель, испытывающий финансовые затруднения, выписывает дружес-

кий вексель первому векселедержателю, который использует такой вексель для последующих расчетов. В дальнейшем, когда векселедатель рассчитывается по векселю, первый векселедержатель компенсирует ему расходы.

Вексель дутый - вексель, не имеющий товарного покрытия и никакой ценности, жаргонное обозначение дружеского векселя, в частности, такого, сумма которого завышена для создания иллюзии прибыльности.

Вексель акцептованный - вексель, имеющий согласие (акцепт) плательщика (трассата) на его оплату. Акцепт оформляется надписью на векселе («акцептован», «принят», «обязуюсь заплатить» и т. д.) и подписью трассата, может быть просто подписан плательщиком на лицевой стороне векселя. Он имеет силу акцепта. Плательщик посредством акцепта принимает на себя обязательство оплатить вексель в срок. В случае неплатежа векселедержатель может предъявить акцептанту прямой иск.

Вексель банковский помогает банкам аккумулировать деньги, а векселедержателям - получать доход. Удостоверяет при наступлении условленного срока беспорочное право владельца получить и безусловное обязательство векселедателя уплатить определенную сумму денег лицу, давшему банку деньги в кредит.

Банковский вексель является средством накопления, так как выполняет функцию срочного депозита (от 1 недели до 1 года). При получении, например, денежного кредита может использоваться векселедержателем в качестве залога под выгодный процент у другого заимодавца. Кроме того, он является средством оплаты и гарантии по товарным сделкам и другим хозяйственным услугам. Передаточной надписью (индоссаментом) векселедержателя может быть передан в качестве средства платежа другому юридическому или физическому лицу.

Вексель предъявительский - вексель, который подлежит оплате немедленно по требованию предъявителя.

Вексель безусловный - вексель, не обремененный никакими условиями и подлежащий по предъявлении оплате наличными.

Вексель бронзовый - дутый частный финансовый вексель, не имеющий никакой ценности. Он выписывается либо вымышленными фирмами, либо двумя субъектами друг на друга, после чего учитывается в банке. Бронзовый вексель является откровенно фиктивным. Гашение векселей для их оплаты осуществляется новыми векселями, которые учитывают в других банках, и т. д.

Вексель встречный - вексель, по которому два лица выступают по отношению друг к другу в качестве кредиторов и заемщиков. Выдается двумя лицами друг другу с целью учета этих векселей в банке, а не на основе состоявшейся между ними сделки.

Вексель гарантийный - вексель, выданный в обеспечение хозяйственной сделки без получения векселедателем от векселедержателя означенной в нем суммы.

Вексель домашний - переводный вексель, выставленный банком на свое отделение или филиал, расположенный за рубежом.

Вексель домицилированный (от лат. *domicilium* - местожительство) - вексель, имеющий оговорку, зафиксированную векселедателем, о том, что он подлежит опла-

те третьим лицом (домицилиатом) по месту жительства плательщика или в месте, отличном от места жительства векселедателя. Предъявляется к оплате домицилиату, который лишь своевременно оплачивает вексель за счет плательщика и предоставляет в его распоряжение необходимые средства, не являясь ответственным по векселю лицом. В современной коммерческой практике в качестве домицилиата обычно указывают банк, предварительно получив его согласие.

Вексель казначейский - краткосрочные государственные обязательства, разновидность ценных бумаг, выпускаемых государством в обращение для покрытия бюджетных расходов. Казначейские векселя в основном реализуются среди кредитных учреждений (банков) по цене ниже номинальной (с дисконтом к номинальной стоимости), а выкупаются по полной нарицательной стоимости сроком действия 3,6 и 12 месяцев. Эмиссию и погашение казначейских векселей производят центральные банки по поручению казначейств. Доход держателя казначейского векселя равен разнице между ценой погашения (номинальной) и продажной ценой. Обычно выпускается на предъявителя и не имеет процентных купонов. Покупка и продажа ценных бумаг на свободных денежных рынках является основой денежно-кредитной политики.

Вексель коммерческий - вексель, возникающий на основе торговой сделки, срок его действия - до 270 дней. Он выдается заемщиком кредитору под залог товара. Коммерческий простой (или переводной) вексель корпорации, правительственного агентства или банковской холдинг-компании, применяемый для краткосрочного кредитования, как правило, не имеет специального обеспечения, но подкреплен неиспользованными банковскими кредитными линиями. Такие векселя продаются непосредственно инвестору или дилерам с дисконтом к номиналу. Последние, в свою очередь, продают их инвесторам.

Вексель обеспечительский - при задолженности в течение длительного времени в случае необязательности или ненадежности заемщика от него может быть потребован обеспечительский вексель. Он хранится на депонированном счете заемщика и не предназначается для дальнейшего оборота, в этом случае вексель используется как обеспечение ссуды. Если платеж совершается в срок, вексель погашается. Если же выплата ссуды задерживается» должнику предъявляется претензия.

Вексель протестованный - вексель, по которому векселедержателем нотариально удостоверен отказ должника от оплаты. Протест векселя - это официальное (нотариальное, судебное) подтверждение фактов, с которыми связано наступление определенных правовых последствий. Акт протеста удостоверяет факт отказа плательщика в платеже, акцепте и датировании акцепта. Совершение протеста в течение нескольких дней, следующих за днем платежа, позволяет держателю векселя предъявить иск всем лицам, несущим солидарную ответственность за главного должника.

Для удостоверения факта отказа от акцепта или платежа по векселю векселедержатель должен обратиться в установленный срок в нотариальный орган для совершения протеста. Держатель должен известить непосредственного индоссанта и трассанта об отказе в акцепте или в платеже в течение четырех рабочих дней, следующих за днем протеста. Каждый индоссант обязан в течение двух рабочих дней, следующих за днем получения соответствующего послания, сообщить своим индос-

сантам о полученном извещении. Такое уведомление предыдущего векселедержателя называется нотификацией. Индоссант, не пославший извещение в установленный срок, не теряет своего права, но несет ответственность за ущерб, который может произойти от его небрежности (в пределах, не превышающих вексельную сумму). Опротестованные векселя изымаются из оборота (не являются средством платежа, не могут служить обеспечением платежа в банк и т. п.). Протест в неакцепте освобождает от предъявления к платежу и от протеста в неплатеже. При условии включения в вексель оговорки «без протеста» для осуществления прав регресса векселедержатель освобождается от совершения протеста по векселю, но не избавляется ни от предъявления векселя в установленные сроки, ни от отправки извещения. Оговорка «без протеста» ускоряет рассмотрение дела. Должник автоматически признается банкротом, если по решению суда он отказывается платить по векселю. За совершение протестов всех видов в нотариальном учреждении взимается госпошлина.

Вексель срочный - вексель с фиксированным сроком, обозначенным на нем и ограниченным датой платежа по нему. Оплачивается он по полной стоимости, но возможен и частичный платеж, от которого векселедержатель не вправе отказываться. При оплате вексель погашается. Если векселедатель предусматривает начисление процента на вексельные суммы, то векселедержатель должен его выплатить. Это касается векселей со сроками оплаты по предъявлению или во столько-то времени от предъявления. В остальных векселях такое условие следует считать ненаписанным.

Векселя могут быть выставлены *на срок*:

- по предъявлении (предъявляются к оплате в течение 1 года с даты выдачи). Векселедатель может установить, что вексель не должен предъявляться к оплате раньше определенной даты, с которой начинается исчисление годового срока. Срок этот может быть изменен векселедателем или индоссантами в любую сторону;
- в установленный промежуток времени от предъявления. При этом срок платежа определяется датой акцепта (или датой протеста). Датирование акцепта здесь обязательно. Недатированный акцепт при отсутствии протеста в отношении акцептанта считается сделанным в последний день срока, предусмотренного для предъявления к акцепту;
- в установленный промежуток времени от даты составления. В этом случае срок платежа определяется сразу же в момент выставления (составления) векселя;
- на определенную дату. Такие векселя предъявляются к оплате в указанную дату (либо в один из двух следующих рабочих дней).

Вексель товарный - частный вексель, возникающий на основе реальных сделок по купле-продаже товаров в кредит.

Вексель товарный - вексель, выдаваемый банковским учреждением другому банковскому учреждению для получения взамен него денег. Срок их обращения не ограничен. Бланк банковского переводного векселя позволяет сделать на нем до 6 передаточных надписей (индоссаментов). Финансовые (банковские) векселя не связаны с реальной товарной сделкой, а служат средством мобилизации временно свободных денежных средств. Они являются лидерами рынка банковских ценных бумаг. На их основе оформляются ссуды между хозяйствующими субъектами либо

просроченная кредиторская задолженность. В этом случае проводится вексельное кредитование, когда вместо денег заемщик получает от банка те или иные банковские векселя. Выписка таких векселей - сугубо банковская операция, на которую нужна лицензия. Операции с финансовыми векселями сопряжены с определенным риском, так как обычно гарантами по ним выступают банки-векселедатели. Обычно финансовые векселя передаются заемщику с дисконтом, но могут передаваться и по номиналу. Взамен заемщик выписывает срочное обязательство или вексель на сумму долга (если он получен с дисконтом) или на сумму долга плюс проценты на момент возвращения долга (если он получен по номиналу). Для банковских векселей, в отличие от большинства ценных бумаг, выпускаемых банками, не требуется регистрация Центрального банка, что чревато переоценкой банком своих кредитных возможностей. Тем не менее они остаются популярным инструментом. Эти векселя могут быть выданы под депозиты. Они высоколиквидны, так как могут быть предъявлены любому члену банковского синдиката и досрочно погашены.

Существуют следующие виды финансовых (банковских) векселей: дисконтные, валютные, золотые, кратко-, средне- и долгосрочные, высоко- и низкономинальные и т. д.

Вексель частный - вексель, выданный частным лицом.

Вексельная книжка - сброшюрованные векселя, служащие универсальным средством при немедленной оплате. Вексельная книжка выпускается в обращение и продается коммерческими банками, содержит определенное количество векселей, сумма каждого из которых определяется ее обладателем. Все средства с расчетного счета клиентов могут быть направлены на покупку таких книжек и обращены в векселя.

Преимущество вексельных книжек состоит в том, что, в отличие от средств, находящихся на расчетных счетах, на вексельные суммы банк начисляет проценты, да и расчеты с использованием векселей происходят гораздо быстрее.

Обращение векселей регулируется *вексельным правом* - совокупностью юридических и правовых норм. Вексель - строго формализованный документ. Форма векселя, порядок его выставления, оплаты, обращения, права и обязанности сторон и все прочие вексельные правоотношения (например порядок предъявления исков в случае неакцепта или неплатежа) регулируются вексельным законодательством. Все, что не оговорено в вексельных нормативных актах, в случае с векселями запрещено (недействительно).

Операции с векселем регулируются особым (фактически международным) вексельным законодательством, в частности Женевской конвенцией 1930 г., на основании которой были приняты Постановление ЦИК СССР (1937 г.) и последующие документы в наше время. Женевский вексельный закон (или Единообразный вексельный закон - ЕВЗ) от 7 июня 1930 г. № 358-360 используют страны:

- подписавшие и ратифицировавшие или официально присоединившиеся к Женевской конвенции и издавшие на ее основе свои национальные вексельные законы (Австрия, Венгрия, Германия, Италия, Польша, Финляндия, Франция, Япония и др.);
- подписавшие, но не ратифицировавшие Женевскую конвенцию и официально не присоединившиеся к ней, но издавшие на ее основе свои национальные век-

сельные законы (Аргентина, Болгария, Румыния, Сирия, Турция, Эфиопия и др.).

Английский закон о переводных векселях 1882 г. применяется в Австралии, Англии, Индии, Канаде, США, ЮАР и др.

Среди стран с иными основами вексельного законодательства можно назвать Египет, Иран и пр.

В России, кроме того, правовые отношения на вексельном рынке основываются на законе «О переводном и простом векселе» от 11 марта 1997 г., который, например, устанавливает:

- вексельную дееспособность граждан, частных предпринимателей и юридических лиц РФ;
- абстрактный характер обязательства (текст векселя не должен содержать ссылок на основание, по которому он выдан);
- бесспорный характер обязательств по векселю, если он признан подлинным;
- безусловный характер обязательств (любое условие исполнения платежа, например, «подписание акта приемки», «передача таких-то ценностей», «наступление такого-то события» и т. п., не имеет юридической силы);
- денежный характер обязательства (не может считаться векселем обязательство, по которому уплата долга совершается товаром, оказанием услуг и т. п.);
- обязательность применения принципа документарности при составлении векселя;
- простую письменную форму (выпуск векселя в виде записи на счетах невозможен);
- строго установленную форму (вексель должен иметь обязательные реквизиты. Отсутствие хотя бы одного из них приводит к непризнанию документа векселем, превращает его в обычную долговую расписку или приказ о выплате денежных средств, выводит из сферы действия вексельного права и соответствующих ему процедур взыскания задолженностей и подчиняет рассмотрение обстоятельств, связанных с документом, нормам общего гражданского права);
- солидарную ответственность по векселю (при неисполнении обязательства основным должником векселедержатель может обратиться за взысканием долга к любому из прежних держателей векселя, который при его погашении приобретает право требования вексельной суммы¹ у любого из лиц, указанных в вексельной цепочке);
- соответствие пени по выставленному к оплате векселю учетной ставке ЦБ РФ.

Неурегулированные законодательством вопросы вексельного обращения могут быть решены с помощью организаций профессиональных участников вексельного рынка. Одной из них является Ассоциация участников вексельного рынка (АУВЕР), учрежденная в 1996 г. Задачей этой организации является, в частности, разработка правил и стандартов проведения операций с векселями.

Комиссия ООН по праву международной торговли (ЮНСИТРАЛ) ведет работу по унификации вексельного законодательства.

Функции вексельного законодательства:

¹ Денежная сумма, указанная в векселе и подлежащая платежу

1. Единообразный вексельный закон направлен на унификацию вексельных законов и устранение сложностей использования векселей в международных расчетах и служит базой для национального законодательства в большинстве стран.

2. Вексельное законодательство регулирует учет, обращение векселей и операции с ними.

3. Вексельное законодательство определяет терминологию вексельного обращения, такие понятия, как «индоссамент», «векселедатель», «индоссант», «акцепт», «авалист» и т. д.

В соответствии с Женевской конвенцией вексель должен иметь следующие обязательные реквизиты: вексельную метку- наименование «вексель» в тексте документа; безусловный приказ или обязательство уплатить определенную сумму; наименование плательщика и первого держателя; указание срока платежа; указание места совершения платежа; наименование ремитента; указание даты и места составления документа; подпись векселедателя.

Документ, в котором нет указанных обозначений, не имеет силы векселя, за исключением специально оговоренных вексельным законодательством случаев. Так, векселя, срок платежа по которым не указан, рассматриваются как подлежащие уплате по предъявлению. Место, обозначенное рядом с наименованием плательщика (место составления документа), при отсутствии особых указаний считается местом платежа и местожительством плательщика (векселедателя). Вексель, в котором не указано, где он составлен, признается подписанным на месте, обозначенном рядом с наименованием векселедателя. Вместе с тем в векселе могут быть вексельные оговорки - предусмотренные законом отметки об особых обстоятельствах, не отраженных в тексте.

Рассмотрим наиболее распространенные вексельные схемы:¹¹

1. *Применение простого векселя для проведения взаиморасчетов по строительству жилья* (рис. 3.6). Как правило, в таких операциях используют векселя надежных банков или транспортной, энергетической, металлургической и других отраслей, продукция или услуги которых достаточно ликвидны.



Рис. 3.6 Схема применения простого векселя для проведения взаиморасчетов по строительству жилья

¹¹ При подготовке использован конспект лекций: Секо Е. В. Финансирование и кредитование строительства. - СПб.: СПб ГАСУ, 2000

Допустим, железная дорога имеет кредиторскую задолженность перед энергосистемой за поставленную энергию в размере 5 млн р., но не имеет «живых» денег для ее оплаты. В таком случае она может выпустить вексель на эту сумму с обязательством уплатить ее через определенный срок. Энергосистема принимает данный вексель и передает его строительной организации, которой она должна авансировать строительно-монтажные работы, но не может этого сделать из-за отсутствия денег на расчетном счете. Строительная организация принимает вексель и использует его для погашения кредиторской задолженности железной дороге за услуги по перевозке грузов для строительства жилья.

Финансовая привлекательность такой схемы заключается в том, что строительная организация, принимая вексель, учит его с дисконтом (по цене ниже номинала). Величина дисконта будет зависеть от срока оплаты векселя (чем больше срок, тем выше дисконт) и от процентных ставок на рынке кредитов.

Предположим, что курсовая стоимость векселя железной дороги на фондовом рынке составляет 40% от номинала. В этом случае строительная организация зачет аванс от энергосистемы, оплаченный векселем, в размере 2 млн р. Предъявив вексель железной дороге, строительная организация может погасить кредиторскую задолженность перед железной дорогой на сумму 5 млн р. Доход по такой сделке составит 3 млн р.

Эффект от таких сделок может быть очень значительным. Кроме того, такие схемы, как правило, предусматривают досрочное погашение кредиторских задолженностей перед векселедателем. Выпуск таких векселей (называемых иногда расчетными) сопровождается гарантийными письмами векселедателя с обязательством досрочно погасить вексель в счет кредиторской задолженности векселедержателя.

2. Применение простого векселя для кредитования строительства жилья. Заемщик получает кредит в банке не денежными средствами, а векселями, т. е. обращающимися долговыми обязательствами банка. При этом банку нет необходимости предварительно привлекать денежные средства и платить за их привлечение. Благодаря этому вексельный кредит может выдаваться под значительно более низкие проценты, чем обычные денежные ссуды (процент по вексельным кредитам может быть в 2-3 раза ниже, чем по обычным). Это весьма привлекательно для заемщика.

Как правило, схема выглядит следующим образом. Банк выдает строительной организации кредит в виде пакета собственных векселей. Строительная организация использует векселя банка как средство платежа для расчета с субподрядчиками и поставщиками, которые рассчитываются векселями банка со своими партнерами. При наступлении срока погашения векселедержатели предъявляют векселя в банк для оплаты деньгами. Банк выплачивает по векселям денежные средства за счет поступлений средств от заказчика строительной продукции. Деньги переводятся на расчетный счет строительной организации за выполненные объемы работ.

Необходимыми условиями являются высокая степень надежности банка и согласие участников на вексельные расчеты. Следует иметь в виду, что вексель не отменяет договора. Бухгалтерские проводки и налогообложение определяет именно сделка - независимо от того, выдан ли вексель поставщику, банку и т. п. Договор ва-

жен потому, что в него в случае неоплаты векселя могут быть включены дополнительные (вневексельные) гарантии и штрафные санкции, помимо мер, предусмотренных вексельным законодательством.

Договор с использованием векселей должен быть заключен в письменной форме.

2. *Применение простого векселя для привлечения средств на строительство объекта недвижимости* (рис. 3.7). В отечественной практике привлечение средств с помощью векселей чаще всего используют банки, хотя векселя с той же целью может выпускать любая другая организация, например строительная.

При выдаче векселей коммерческими организациями не практикуется требование по резервированию средств, которые обязательны для банков.

Ставка налога на доход по векселю значительно ниже общей ставки налога, что является мощным стимулом для вкладчика средств. Кроме того, вексель может быть использован как средство взаиморасчетов между юридическими и физическими лицами. При привлечении средств с помощью векселей эмитент производит одновременный массовый выпуск серийных векселей и объявляет их котировку на продажу. Любое юридическое или физическое лицо может приобрести вексель, если его устраивают надежность эмитента и доходность векселя.

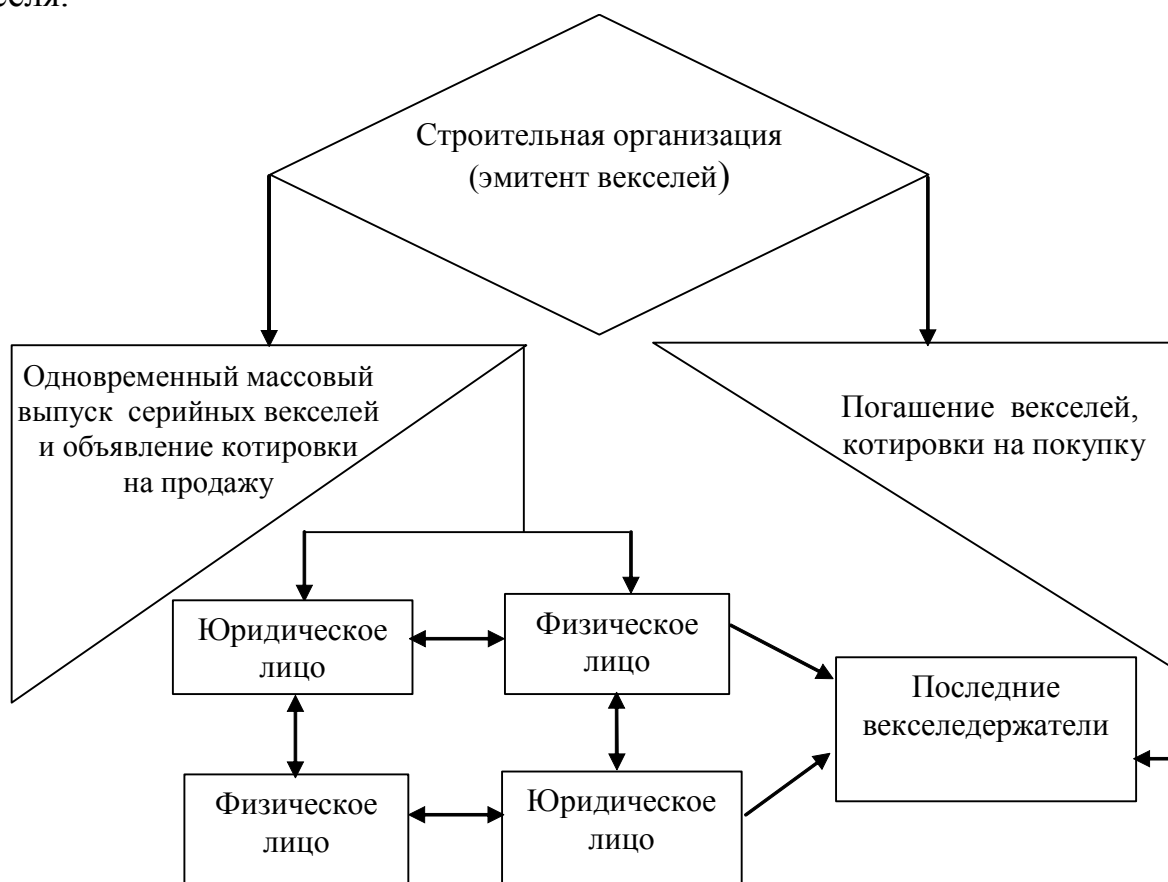


Рис. 3.7 Схема применения простого векселя для привлечения средств на строительство жилья

При выдаче векселя строительным организациям следует исходить прежде всего из собственной платежеспособности, так как неоплата векселя приведет к подрыву кредита со стороны как поставщиков, так и банков. Сроки и суммы выданных векселей не должны вести к ухудшению ликвидности. В договорах с поставщиками и субподрядчиками следует предусматривать порядок расчета векселями. В частности, в договорах необходимо указывать, что поставщик (или субподрядчик) предоставляет строительной организации кредит, плата за который производится в виде дисконта или процентной ставки, указанной на векселе, с целью отнесения этих выплат на себестоимость строительно-монтажных работ. На случай возможных трудностей с оплатой векселей желательно заключать с банками и страховыми компаниями договора, предусматривающие получение авалей данных организаций. При этом финансовая служба строительной организации обязана обеспечить соблюдение показателей структуры баланса, которая должна быть равна коэффициенту текущей ликвидности не менее 2 и коэффициенту обеспеченности собственными средствами - не ниже 0,1. Несоблюдение этих соотношений может свидетельствовать о появлении банкротства. Выдача векселей влияет на эти показатели.

4. Использование переводного векселя для финансирования строительства жилья (рис. 3.8). По условиям договора заказчик оплачивает строительно-монтажные работы строительной организации только после их полного завершения. Последняя, нуждаясь в средствах для проведения работ, получает кредит в банке и трассирует переводной вексель на заказчика, предлагая тем самым ему уплатить банку в определенный срок сумму взятого кредита. Переводной вексель акцептуется заказчиком, который после этого становится прямым должником по векселю, поскольку акцептант по переводному векселю обязан так же, как векселедатель по простому. Строительная организация передает переводной вексель в банк. В случае согласия принять его банк переведет на счет строительной организации сумму, обычно несколько меньшую вексельной. Разница составит доход банка.

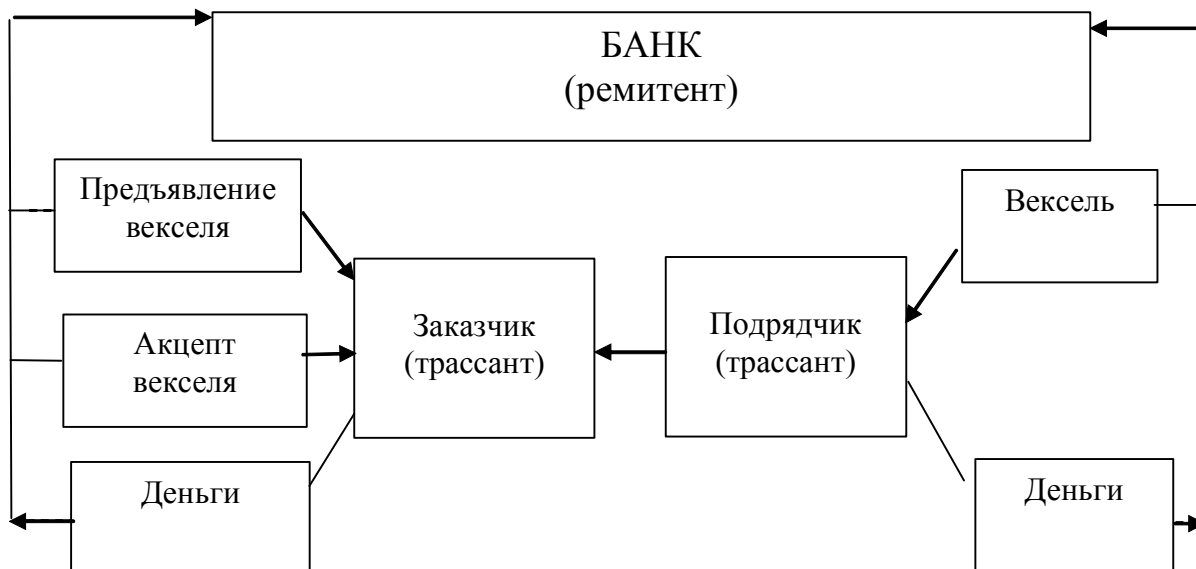


Рис. 4.8. Схема использования переводного векселя с целью финансирования строительства объектов недвижимости

3.3. Ипотечные ценные бумаги

На протяжении трех десятилетий ипотечное кредитование - неотъемлемая часть американского рынка ценных бумаг. За это время появились различные схемы, формы и виды ценных бумаг на базе ипотечного кредита. Однако первая и самая простая схема (так называемая сквозная - pass-through) остается одной из самых популярных. Она реализуется в основном через два государственных агентства (FNMA и GNMA) и одно полугосударственное (FHLMC).

Ипотечный рынок состоит из трех основных элементов: рынка ипотечных кредитов (первичного ипотечного рынка), рынка ипотечных ценных бумаг (вторичного ипотечного рынка, который тоже делится на первичный и вторичный) и рынка недвижимости.

Рынок ипотечных кредитов (первичный ипотечный рынок) охватывает сферу деятельности кредитора и заемщика, между которыми в соответствии с договором ипотечного кредитования возникают обязательства. Участниками первичного рынка выступают граждане и ипотечные банки, ипотечные компании и другие учреждения, предоставляющие гражданам кредиты под залог недвижимости (рис. 3.9). Если кредитором является банк, то для него важна возможность возобновления кредитных ресурсов, которые он может выдавать в виде новых долгосрочных ипотечных кредитов очередным заемщикам (для решения этой задачи организуется вторичный ипотечный рынок).

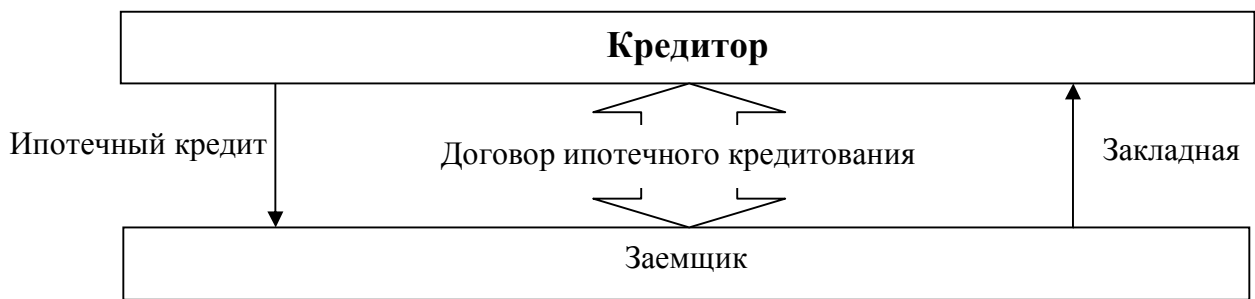


Рис. 3.9 Рынок ипотечных кредитов

Первичный ипотечный рынок охватывает всю совокупность деятельности залогодержателей (кредиторов) и залогодателей (заемщиков).

На рынке *ипотечных ценных бумаг* (вторичном ипотечном рынке) осуществляется продажа закладных по предоставленным ипотечным кредитам. Закладная - юридический документ о залоге (залоге) недвижимого имущества, удостоверяющий отдачу объекта недвижимости в обеспечение обязательств под кредит (ссуду).

Впервые понятие закладной как свободно обращающейся на рынке ценной бумаги появилось в федеральном законе 1998 г. «Об ипотеке (зalog недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ. Закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи), что упрощает передачу прав по рассматриваемым правоотношениям. Удобство закладной заключается в том, что она сама может быть предметом залога. Тем не менее рынок закладных в России так и не сформировался.

Особый интерес участников фондового рынка вызывают *ипотечные облигации* и *ипотечные сертификаты участия*. Определения, правила оборота и категории инвесторов в эти бумаги установлены ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 29 октября 2003 г. № 152-ФЗ.

Облигация с ипотечным покрытием - облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. *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 настоящим ФЗ.

Сертификат участия - новая бумага для нашего рынка, предполагающая более сложный финансовый механизм. Каждый покупатель ценной бумаги имеет свою долю в общей собственности на имущество, составляющее «покрытие» сертификатов. Владелец сертификата является как бы собственником ипотечных кредитов и одновременно выступает в качестве учредителя и выгодоприобретателя по договору доверительного управления этим имуществом. Он по-

лучает почти все средства, которые выплачивает по кредиту заемщик (за вычетом вознаграждения управляющего).

Ипотечный агент — специализированная коммерческая организация,¹ исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных и которой в соответствии с настоящим ФЗ предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием.

Предметом деятельности ипотечного агента может быть только приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных, которые могут быть приобретены ипотечным агентом на основании договора купли-продажи, мены, цессии (уступки требования), иной сделки об отчуждении этого имущества, в том числе связанной с оплатой уставного капитала (акций) ипотечного агента этим имуществом, а также в результате универсального правопреемства.

Ипотечный агент имеет гражданские права и несет гражданские обязанности, необходимые для реализации указанной деятельности, которая может осуществляться только ипотечным агентом в форме акционерного общества. В уставе ипотечного агента должны быть определены предмет и цель деятельности в соответствии с ФЗ. Внесение в устав изменений и (или) дополнений, связанных с изменением и (или) дополнением предмета или цели деятельности, не допускается.

Полное фирменное наименование ипотечного агента на русском языке должно содержать слова «ипотечная специализированная организация» или «ипотечный агент».

Ипотечный агент не может иметь штат сотрудников. Полномочия единоличного исполнительного органа ипотечного агента должны быть переданы коммерческой организации, которая не может вести бухгалтерский учет этого ипотечного агента. Ведение бухгалтерского учета должно быть передано специализированной организации, которая не может осуществлять полномочия единоличного исполнительного органа этого ипотечного агента.

Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и 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 Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и объекты недвижимости.

Требования по обеспеченным ипотекой обязательствам могут входить в состав ипотечного покрытия только при их соответствии следующим условиям:

- основная сумма долга по каждому договору или закладной не должна превышать 70% рыночной стоимости (определенной независимым оценщиком)

¹ Ст. 8 ФЗ РФ № 152. «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 года в ред. Федеральных законов от 29.12.2004 № 193-ФЗ, от 27.07.2006 № 141-ФЗ.

недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки;

- договор об ипотеке не должен предусматривать возможность замены или отчуждения залогодателем заложенного недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки, без согласия залогодержателя;

- недвижимое имущество, заложенное в обеспечение исполнения соответствующего обязательства, должно быть застраховано от риска утраты или повреждения в пользу кредитора в течение всего срока действия обязательства. При этом страховая сумма должна быть не меньше суммы обеспеченного ипотекой требования;

- если должником является физическое лицо, его жизнь и здоровье должны быть застрахованы в течение всего срока действия обязательства. При этом страховая сумма должна быть не меньше суммы обеспеченного ипотекой требования;

- предметом договора займа должны являться только денежные средства. Обязанность должника возвращать основную сумму долга и одновременно уплачивать проценты на нее периодическими платежами (за исключением первых 12 месяцев) должна предусматриваться не менее чем в 50% обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие.

Ипотечное покрытие не должны составлять требования в отношении залладных, заложенных в обеспечение иных обязательств.

Требования, обеспеченные последующей ипотекой, могут составлять ипотечное покрытие только при условии, что основная сумма долга по обязательству, обеспеченному предшествующей ипотекой, и основная сумма долга по обязательству, обеспеченному последующей ипотекой, в совокупности не превышают 70% рыночной стоимости (определенной независимым оценщиком) недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки.

Доля требований, обеспеченных залогом объекта недвижимости, строительство которого не завершено, не должна превышать 10% от размера ипотечного покрытия. Размер ипотечного покрытия определяют путем суммирования размера требований, суммы денежных средств и стоимости иного имущества, составляющих ипотечное покрытие, и в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Одно и то же имущество, в том числе требования по одним и тем же обязательствам, может входить в состав только одного ипотечного покрытия. Ипотечные сертификаты участия не могут входить в состав ипотечного покрытия, долю в праве общей собственности на которое они удостоверяют.

Требование по обеспеченному ипотекой обязательству, входящее в состав ипотечного покрытия, должно быть подтверждено:

- выпиской из Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним;

- договором об ипотеке, на котором совершена специальная регистрационная надпись, удостоверяющая проведение государственной регистрации в соответствии с законодательством РФ, или его нотариально удостоверенной копией;

- кредитным договором или договором займа, на основании которых воз-

нико не обеспеченное ипотекой обязательство, либо нотариально удостоверенной копией договора;

- закладной со всеми приложениями, если имели место составление и выдача закладной, или ее нотариально удостоверенной копией;

- документом, выражающим содержание сделки, по которой были переданы права кредитора и залогодержателя по обеспеченному ипотекой обязательству, и на котором совершена специальная регистрационная надпись, удостоверяющая проведение государственной регистрации в соответствии с законодательством, или его нотариально удостоверенной копией.

Учет требований и иного имущества, составляющих ипотечное покрытие, осуществляется путем ведения реестра ипотечного покрытия с указанием:

- суммы (размера) требования (в том числе основной суммы долга и размера процентов) или стоимости имущества;

- названия и достаточного для идентификации описания имущества, составляющего ипотечное покрытие, и (или) имущества, на которое установлена ипотека в обеспечение исполнения обязательства, требование по которому составляет ипотечное покрытие. Если таким имуществом является жилое помещение, в составе сведений о его месте нахождения не указывается номер жилого помещения (жилого дома, квартиры);

- рыночной стоимости (денежной оценки) имущества, на которое установлена ипотека;

- срока уплаты суммы требования или, если эта сумма подлежит уплате по частям, сроков (периодичности) соответствующих платежей и размера каждого из них либо условий, позволяющих определить эти сроки и размеры платежей (плана погашения долга);

- степени исполнения обязательства, требование по которому составляет ипотечное покрытие;

- иных сведений, установленных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Требования или иное имущество считаются включенными в состав ипотечного покрытия с момента внесения соответствующей записи в реестр ипотечного покрытия. Реестр ипотечного покрытия должен вестись, в частности, с использованием электронной базы данных.

*Ограничение использования понятий, связанных с выпуском ипотечных ценных бумаг.*¹ Ни одно лицо, за исключением лиц, имеющих в соответствии с настоящим Федеральным законом право выпускать ипотечные ценные бумаги, не вправе привлекать денежные средства и иное имущество с использованием слов «облигации с ипотечным покрытием», «ипотечные сертификаты участия» и «ипотечное покрытие», а также не вправе использовать в своем наименовании слова «ипотечная специализированная организация» или «ипотечный агент» в любом сочетании.

¹ Статья 6 ФЗ РФ № 152. «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 года в ред. Федеральных законов от 29.12.2004 № 193-ФЗ, от 27.07.2006 № 141-ФЗ.

Эмиссию облигаций с ипотечным покрытием могут осуществлять только ипотечные агенты и кредитные организации.

Облигации с ипотечным покрытием выпускаются в одной из форм, предусмотренных ФЗ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее - ФЗ «О рынке ценных бумаг»). При документарной форме обязательным реквизитом сертификата облигации является указание о порядке и условиях выплаты дохода владельцам облигаций с ипотечным покрытием, а также о порядке и условиях погашения таких облигаций (ст. 9).

Облигации с ипотечным покрытием *должны закреплять право владельцев* на получение фиксированного процента их номинальной стоимости. Выплата процентов по облигациям с ипотечным покрытием осуществляется не реже одного раза в год (ст. 10).

В решении о выпуске облигаций должны быть определены *срок их погашения* (частичного погашения) *и стоимость* (порядок ее определения), выплачиваемая *по каждой облигации при ее погашении* (частичном погашении).

Центральный банк РФ вправе устанавливать для кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием, правила расчета и значения следующих обязательных нормативов, определенных ФЗ от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»: норматива достаточности собственных средств (капитала); нормативов ликвидности; размеров процентного и валютного риска. Кроме того, он устанавливает для таких организаций требования к раскрытию информации о своей деятельности дополнительно к требованиям, установленным другими федеральными законами.

При оценке облигаций с ипотечным покрытием рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством РФ, эмитент облигаций обязан раскрывать и предоставлять сведения о такой оценке.

В распространяемой или публикуемой информации об ипотечных сертификатах участия и осуществлении доверительного управления их ипотечным покрытием должны содержаться:

- полное или сокращенное фирменное наименование управляющего ипотечным покрытием; индивидуальное обозначение, идентифицирующее ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на ипотечное покрытие; номер и дата регистрации правил доверительного управления ипотечным покрытием, а также номер и дата выдачи лицензии управляющему ипотечным покрытием;

- информация о местах (с указанием адреса и (или) номера телефона), где до приобретения сертификатов можно ознакомиться с правилами доверительного управления ипотечным покрытием, реестром ипотечного покрытия, а также иными документами, предусмотренными настоящим ФЗ и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- сведения об оценке сертификатов рейтинговым агентством, признанным в порядке, установленном законодательством РФ (в случае проведения такой оценки);

- положение о том, что стоимость сертификатов может увеличиваться и уменьшаться, что государство не гарантирует доходность инвестиций в данные сертификаты, а также сведения о том, что до приобретения ипотечных сертификатов участия следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления ипотечным покрытием.

Эмитент облигаций и управляющий ипотечным покрытием несут ответственность за содержание и форму распространяемой или публикуемой информации о выпуске ипотечных ценных бумаг, их ипотечном покрытии, в том числе за распространение или опубликование неточной, неполной или вводящей в заблуждение информации, а также за ее несвоевременное распространение или опубликование. Сведения не должны содержать:

- недобросовестную, недостоверную, неэтичную, заведомо ложную, скрытую, вводящую в заблуждение информацию;
- информацию, которая не имеет документального подтверждения;
- информацию, не имеющую непосредственного отношения к выпуску ипотечных ценных бумаг и их ипотечному покрытию;
- ссылки на утверждение или одобрение органами государственной власти какой-либо информации о деятельности, связанной с выпуском ипотечных ценных бумаг.

Коммерческая организация до получения соответствующей лицензии не вправе предоставлять для распространения или опубликования информацию о своей деятельности в качестве управляющего ипотечным покрытием.

Эмитент облигаций обязан обеспечить всем заинтересованным лицам возможность ознакомления с информацией, содержащейся в реестре ипотечного покрытия, а также получения копий реестра или выписок из него. Он также должен опубликовать информацию об эмиссии таких облигаций в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг», иными федеральными законами и нормативными правовыми актами РФ и правила доверительного управления ипотечным покрытием до начала выдачи ипотечных сертификатов участия и сообщения о регистрации изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления ипотечным покрытием.

Согласно требованиям нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, опубликованию подлежат:

- баланс имущества, составляющего ипотечное покрытие, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющего ипотечным покрытием;
- отчет об исполнении обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, сведения о вознаграждении управляющего и расходах, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- иные документы в соответствии с настоящим ФЗ;
- информация о принятии решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления ипотечным покрытием другому лицу, которое имеет право выдавать ипотечные сертификаты участия.

Государственное регулирование выпуска ипотечных ценных бумаг, деятельности ипотечных агентов и управляющих ипотечным покрытием, а также го-

сударственный контроль за их деятельностью осуществляют федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг и Центральный банк в соответствии с законодательством Российской Федерации.

На вторичном ипотечном рынке (рис. 3.10) происходит формирование совокупного кредитного портфеля ипотечной системы за счет трансформации прав по обязательствам и договорам об ипотеке (закладных) в обезличенные ценные бумаги и размещения их среди долгосрочных инвесторов. Ипотека рассматривается уже как закладная, удостоверяющая права залогодержателя на объект недвижимости, и свободно обращается на рынке.

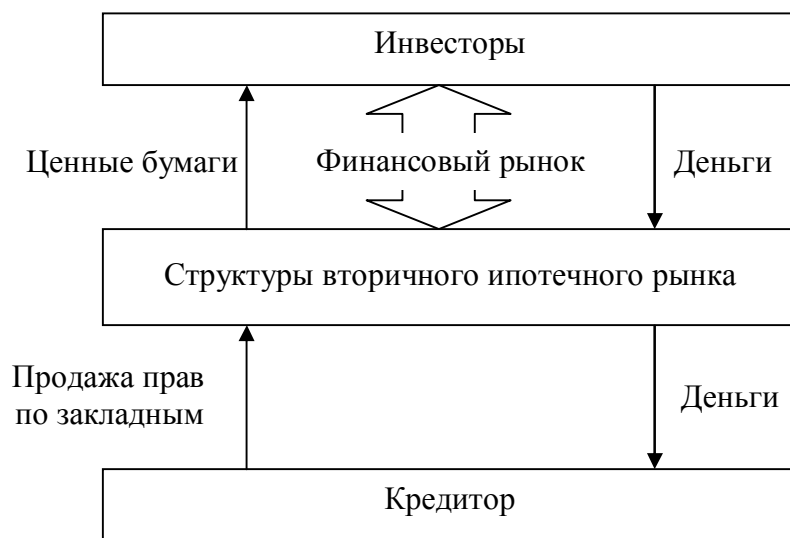


Рис. 3.10 Рынок ипотечных ценных бумаг

Вторичный ипотечный рынок является связующим звеном между заемщиками и кредиторами на первичном ипотечном рынке, обеспечивая аккумуляцию денежных средств и направляя финансовые потоки в ипотечные кредиты. Чтобы ипотечные ценные бумаги могли получить правовой статус обращения на ипотечном рынке, они должны отвечать требованиям:

- обращаемости (способности покупаться и продаваться на рынке недвижимости). Являясь оборотоспособной ценной бумагой, закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи);
- стандартности (формы, содержания, правила);
- доступности для гражданского оборота (быть объектом сделок с недвижимостью);
- документальности (содержать все предусмотренные законодательством реквизиты);
 - регулируемости и признания государством;
 - ликвидности.

Рынок ипотечных ценных бумаг также делится на *первичный* и *вторичный*. На первичном рынке осуществляется начальное размещение ипотечных ценных бумаг среди кредиторов. Экономическая сторона возникновения закладных,

обеспеченных объектами недвижимости, связана с созданием условий предоставления значительному числу инвесторов возможности получить относительно дешевые и долгосрочные кредиты под залог ипотечных ценных бумаг и имущественных прав на объекты недвижимости. Особенности таких ценных бумаг являются превращение в ликвидную (денежную) форму имущественных прав на объекты недвижимости залогодателя; возможность их использования в качестве залога под ипотечный кредит.

Рефинансирование банков через механизм выпуска ипотечных облигаций под залог закладных происходит следующим образом:

- коммерческий банк заключает с юридическими и (или) физическими лицами кредитные договора под залог недвижимости с оформлением соответствующих закладных;
- ипотечные агентства выкупают закладные у банка через выпуск облигаций, размещаемых на фондовом рынке;
- денежные средства, полученные от размещения облигаций на фондовом рынке, возвращаются к кредитору;
- государство гарантирует выплаты по облигациям.

Известны различные варианты организации работы, связанной с эмиссией ипотечных облигаций. В качестве примера можно привести деятельность Федерального агентства по ипотечному жилищному кредитованию (ФАИЖК), которое вместе с Центральным банком России и крупными банками-эмитентами ипотечных облигаций - должно рефинансировать ипотечные банки путем выкупа закладных (рис. 3.11).

ФАИЖК, созданное в 1997 г., получает государственные гарантии, под которые выпускает облигации. Бумаги размещаются среди инвесторов. На вырученные средства ФАИЖК через свои региональные представительства выкупает закладные у банков (60% ипотечных кредитов, выданных с участием ФАИЖК, приходится на регионы). С 2003 по 2005 г. Агентство получило госгарантии на сумму около 9 млрд р. На 1 мая 2005 г. по схеме ФАИЖК предоставлено 16,5 тыс. кредитов на 6,6 млрд р. по средней ставке 15% годовых.

До 2006 г. государственные гарантии распространялись только на покупку банковских займов. Нововведения разрешают агентству использовать госгарантии «для приобретения прав требования по кредитам и займам, предоставленным банком, иной кредитной организацией или юридическим лицом гражданам... на приобретение жилых домов и помещений и обеспеченным ипотекой». Это позволяет ФАИЖК выкупать ипотечные кредиты как у жилищно-накопительного кооператива, так и у потребительского общества.



Рис. 4.11. Схема ипотечного жилищного кредитования с участием Федерального агентства по ипотечному жилищному кредитованию

Кроме того, гарантии бюджета могут использоваться для приобретения ипотечных ценных бумаг, выкупа и погашения собственных облигаций ФАИЖК и даже для погашения «кредитов и займов, привлеченных агентством».

При создании агентства за основу была взята американская классическая модель ипотеки, поэтому нормативная база по ипотечному кредитованию в нашей стране опирается на двухуровневую систему. Общая схема организации работы по выпуску ипотечных облигаций выглядит следующим образом:

1. Эмитент формирует пул закладных.

2. Эмитент оформляет бланковую передаточную надпись на закладной и передает все документы по пулу ипотек документарному хранителю для проверки, сертификации и последующего хранения в течение всего срока действия пула. Документарный хранитель передает заключение по проверке ипотечному агентству, действующему в рамках рассматриваемой схемы, либо эмитенту. Эмитент направляет пакет документов для оформления гарантии (список ипо-

течных ссуд, составляющих пул; проспект эмиссии ценных бумаг; заключение документарного хранителя по ссудам) на рассмотрение и утверждение в агентство по ипотечному кредитованию.

3. Агентство проверяет полученные документы и, если они отвечают необходимым критериям, переводит право требования по ипотеке, составляющей пул, на себя и выдает гарантию по выпускаемым ценным бумагам. Эмитент обязан обслуживать пул, для чего агентство заключает с ним договор на обслуживание и выдает доверенность.

4. Эмитент публикует проспект эмиссии и размещает ценные бумаги. При размещении в реестре, ведущемся регистратором, открываются счета владельцев с зачислением на них ценных бумаг.

5. В ходе действия пула эмитент осуществляет обслуживание ипотеки, составляющей пул, учет и контроль платежей заемщиков, аккумулирует платежи, переоформляет закладные, ипотечные договоры.

6. Все платежи от заемщиков по ипотеке перечисляются на специальные счета, списания с которых производятся в строго определенных случаях: на оплату гарантии агентства по ипотечному кредитованию, для компенсации услуг задействованных в схеме участников и на выплату процентов и основной суммы долга по облигациям.

Данная схема выпуска облигаций предполагает перевод прав требования по ипотечным кредитам от эмитента к агентству по ипотечному кредитованию на все время действия пула. В договоре может быть закреплено право агентства возвратить эмитенту закладные от пула при неплатежеспособности заемщиков по ипотеке. При этом агентство наделяет эмитента полномочиями по обслуживанию ипотечных кредитов, составляющих пул, на основании агентского соглашения.

Перевод права требования необходим для снижения риска неоплаты облигаций в случае неплатежеспособности или банкротства эмитента.

Вторичный рынок ипотечных ценных бумаг - это рынок, на котором происходит их оборот. Вторичный рынок не увеличивает стоимости привлеченных финансовых ресурсов, но создает механизм их ликвидности и спрос на ипотечные ценные бумаги. Стимулирование операций на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг предполагает такие операции кредиторов, как выдача поручительств за заемщиков по переуступаемым кредитам и доверительное управление правами требования по ипотечным кредитам.

В США рынок ипотечных ценных бумаг представляет собой наиболее динамично развивающийся сегмент национального фондового рынка. В 2002 г. общий объем рынка ипотечных облигаций составил 4,3 трлн дол. (22% от общего объема облигаций в США), из них 1,67 трлн дол. пришлось на ипотечные ценные бумаги, выпущенные в предыдущем году (это 36,6% всей эмиссии долговых обязательств).

Наиболее распространенным в мире видом ипотечных ценных бумаг являются сквозные ипотечные сертификаты участия. Совокупная стоимость эмитированных бумаг такого типа только в Америке превышает 2 трлн дол.

В Италии и Германии рынок ипотечных ценных бумаг в последнее время вытесняется так называемыми банковскими облигациями. В этой схеме государство не участвует, ипотечный банк сам выпускает бумаги и сам кредитует заемщика. Ресурсы этих банков состоят из собственных накоплений и ипотечных облигаций. Этот путь позволяет быстро наращивать капитал банка.

Рынок недвижимости. Функционирование первичного и вторичного ипотечных рынков невозможно без рынка недвижимости, на котором происходят сделки с конкретными объектами, в частности купля-продажа объектов недвижимости, последующий залог которых обеспечивает дальнейшее функционирование ипотечных рынков (рис. 3.12).

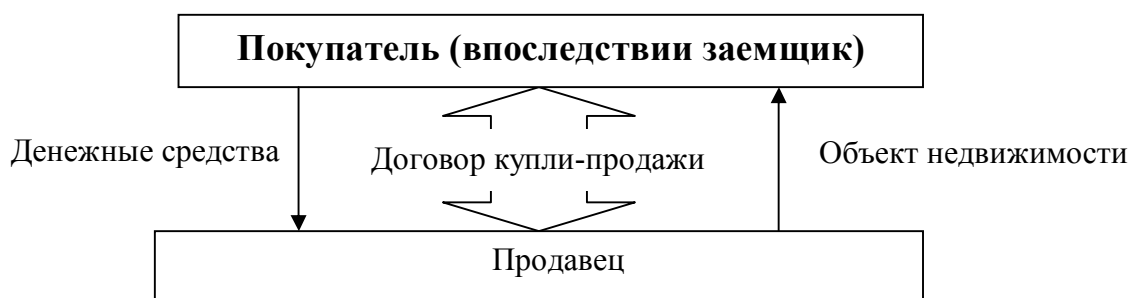


Рис. 3.12. Рынок недвижимости

Рассмотрим взаимодействие первичного и вторичного ипотечных рынков, а также рынка недвижимости. Потенциальный заемщик обращается в ипотечный банк за кредитом. У клиента имеются определенные требования к объекту недвижимости. На основании предоставленной заемщиком и проверенной сотрудниками банка информации о доходах делается предварительный расчет максимально доступной суммы кредита и графика ежемесячных платежей, подбирается объект недвижимости. Если банк принял решение о выдаче кредита, то:

- между банком и заемщиком заключается кредитный договор, затем покупатель (заемщик) и продавец заключают договор купли-продажи объекта недвижимости, который регистрируется в ГБР;
- между банком и заемщиком заключается договор ипотечного кредитования, который также регистрируется в ГБР;
- заемщик страхует собственную жизнь, объект недвижимости и право собственности на него.

Таким образом кредитор создает первичный рынок ценных бумаг. Он может сохранить выданные закладные в собственном портфеле ценных бумаг или передать их другим инвесторам, которые создают вторичный рынок закладных. Покупая закладные, инвесторы обеспечивают банки дополнительными денежными средствами для новых кредитов. Компании, работающие на вторичном рынке, также могут сохранять ипотечные кредиты в собственном ин-

вестиционном портфеле либо выпускать ценные бумаги, обеспеченные залогом.

Покупателями указанных ценных бумаг могут выступать коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании. При этом эмитент гарантирует держателям таких ценных бумаг своевременные ежемесячные выплаты процентов и основной части долга.

Когда банки предоставляют гражданам новые кредиты под залог объектов недвижимости, опираясь на финансовые ресурсы, мобилизованные на вторичном рынке, цикл повторяется.