

Секьюритизация: первые сделки после пяти лет разговоров

А.А. Казаков

LL.M. Ляйденский университет

Старший юрист Юридической фирмы «Линия права»

Анализируя настроения на финансовых рынках можно с уверенностью сказать, что вторая половина 2005 года прошла под лозунгом «караул устал». Около трех лет с момента принятия в 2003 году Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон) рынок ожидает выпуска этих самых ипотечных ценных бумаг. Однако воз и ныне там: оказалось, что принятый Закон даже с учетом льготного налогообложения держателей ипотечных ценных бумаг, предусмотренного в Налоговом кодексе РФ, не только не стимулирует, а наоборот, препятствует рефинансированию на рынке ипотечного кредитования. А ведь кроме ипотечных кредитов, существуют и иные активы, владельцы которых так же остро нуждаются в механизмах рефинансирования. В итоге российская секьюритизация началась в 2005 году с августовской Банка Союз, в ходе которой банк разместил дебютный выпуск пятилетних еврооблигаций на \$49,8 миллиона в рамках первой на российском рынке программы секьюритизации автокредитов.

Первой собственно российской секьюритизацией¹ является размещение в декабре 2005 г. Банком Жилищного Финансирования двухлетних облигаций, обеспеченных залогом пула жилищных кредитов. На описании этой сделки мы подробно остановимся ниже.

И в том и в другом случае характерно, что инновационная сделка произведена с неипотечными активами. В первом случае в пул вошли автокредиты, а во втором — кредиты, предоставленные на этапе строительства и обеспеченные залогом прав требования по договорам долевого участия. При этом следует учесть, что во всем мире процесс секьюритизации начинался как раз с ипотечных активов. Именно они в силу своей надежности, долгосрочности, постоянному денежному потоку являются эталонными для подобных сделок. Остальные рынки идут следом, развивая успех рынка ипотечного кредитования в области рефинансирования. Да и отечественный законодатель вроде бы учел мировые тенденции и сконцентрировался в первую очередь на создании правового регулирования секьюритизации ипотечных кредитов. Что же произошло в России и почему у нас оказались тщетными и международный опыт и теоретические выкладки и усилия законодателя? Классик ответил бы коротко: «Умом Россию не понять». Однако мы все же попытаемся.

На наш взгляд причина столь странной метаморфозы российской практики области структурного финансирования заключается не в каком-то мистическом особом российском пути, а в вещах более приземленных. Для начала стоит вспомнить азы экономической теории, которые гласят, что спрос рождает предложение. Применительно к законодательству на современном этапе развития международных связей и глобализации это выливается в феномен конкуренции юрисдикций. Если еще двадцать лет назад взгляды позитивистов² и имели какое-то право на существование,

¹ Имеется ввиду секьюритизация российских активов, произведенная на российском фондовом рынке в соответствии с российским правом.

² Течение в юриспруденции, рассматривающее право как совокупность установленных людьми норм и правил и как науку, принимающую волю суверенной власти в качестве нормы при отправлении правосудия.

пусть обоснованное сугубо практическими соображениями, а экономика была вынуждена смириться перед догматом правовой нормы, то сегодня слова предпринимателя «мне не нравится этот закон» стоит воспринимать максимально серьезно.

Применительно к секьюритизации активов конкуренция юрисдикций носит достаточно жесткий характер: десятки оффшорных и оншорных юрисдикций готовы предложить привлекательные условия для учреждения SPV (special purpose vehicle) и выпуска ценных бумаг. Рассматривая этот вопрос с перспективы национального законодателя очевиден небогатый выбор между кропотливым развитием собственной конкурентоспособной правовой базы либо развитием за счет национальных ресурсов чужого законодательства, что неизбежно произойдет при бегстве капиталов.

Учитывая изложенное, подход российского законодателя к регулированию секьюритизации через описание ее результата — ценной бумаги, да еще и узко ориентированной исключительно на рынок ипотечного кредитования, можно считать ошибкой.³ Но даже ограничившись рамками исключительно рынка ипотечного кредитования, законодатель не учел динамики этого рынка. На наш взгляд, отсутствие в течение трех лет выпусков ипотечных ценных бумаг связано не столько с длительным периодом подготовки подзаконной базы, сколько с системной проблемой самого Закона. Дело в том, что в период разработки Закона в 2002 году, в качестве основного инвестора в ипотечные ценные бумаги рассматривался Пенсионный Фонд Российской Федерации. Именно поэтому первое упоминание ипотечных ценных бумаг в законодательстве мы встречаем в Федеральном законе от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации». Исходя из этого предположения, законодатель максимально ужесточил требования к ипотечным ценным бумагам, особенно к облигациям с ипотечным покрытием, всегда рассматривавшимся в качестве основного инвестиционного инструмента. Так, весьма необычно выглядит требование к структуре ипотечного покрытия, предусмотренное в п. 1 ст. 13 Закона, согласно которому размер (сумма) обеспеченных ипотекой требований, составляющих ипотечное покрытие облигаций, не может быть менее чем восемьдесят процентов общей номинальной стоимости облигаций. Такое жесткое регулирование влечет существенный недостаток ликвидности у ипотечного агента. С другой стороны совершенно неурегулированными остались ряд принципиальных моментов выпуска, например, отношения между владельцами ипотечных облигаций разных выпусков, обеспеченных одним ипотечным покрытием, формирование ипотечного покрытия до момента выпуска бумаг, формирование ипотечного покрытия несколькими инициаторами и пр. Кроме того, Закон содержит ряд технических огрехов. Таким образом, в условиях принципиального изменения круга инвесторов оказались одновременно и слишком зарегулированными и совершенно неурегулированными Законом.

Теперь понятно, почему Россия в очередной раз пошла своим особым путем — в отсутствие Закона секьюритизировать активы легче. Дабы излишне не сгущать краски нужно отметить, что подзаконная нормативная правовая база ФСФР в области ипотечных облигаций в значительной степени отвечает современным требованиям, что

³ Будучи участником многочисленных рабочих групп по разработке Закона «Об ипотечных ценных бумагах», я неоднократно указывал на эту ошибку, см. например, Казаков А.А. *На пути к созданию вторичного рынка для ипотечных кредитов*, Коллегия, №5, 2002, стр. 18-20.

в купе с планируемыми поправками в сам Закон должно решить те принципиальные проблемы, которые мы описали выше.

Но, как мы уже сказали, рынок устал ждать и 26 декабря 2005 года завершилось размещение облигаций ЗАО «Банк жилищного финансирования». Линия права являлась юридическим консультантом выпуска. Регистрация эмиссионных документов производилась Департаментом лицензирования деятельности и финансового оздоровления кредитных организаций Центрального Банка РФ.

Особенностью сделки является то, что впервые в истории российского фондового рынка эмитент смог обеспечить свою ответственность по облигациям залогом требований по жилищным кредитам. Кроме того, выплаты инвесторам в определенной степени связаны с финансовыми потоками по заложенному пулу. Таким образом, выпуск Банка Жилищного Финансирования можно квалифицировать как первую балансовую секьюритизацию российских активов, произведенную в соответствии с российским правом.

При структурировании сделки организаторам пришлось решить несколько довольно сложных задач, которые объективно возникли из следующих вводных условий:

- во-первых, Банк-эмитент не хотел выводить пул активов с баланса;
- во-вторых, с учетом отсутствия на момент разработки структуры выпуска подзаконной нормативной базы ФСФР, регулирующей эмиссию ипотечных облигаций, такая возможность не рассматривалась;
- в-третьих, секьюритизируемые активы формально не могли быть квалифицированы как ипотечные. Банк являлся первоначальным кредитором физических лиц-заемщиков, получивших от Банка кредиты на финансирование строительства жилья (квартир в многоквартирных жилых домах), строящихся на территории г. Москва. По условиям кредитов и согласно п. 1 ст. 77 Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» квартира, построенная полностью либо частично с использованием кредитных средств банка считается находящейся в залоге с момента государственной регистрации права собственности заемщика на такую квартиру. Таким образом, до государственной регистрации прав собственности заемщиков на квартиры, кредиты обеспечены залогом прав требования по договорам долевого участия в строительстве жилья. И лишь после государственной регистрации права собственности, кредиты будут обеспечены ипотекой в силу закона.

Первой такой проблемой была сама допустимость обеспечить облигации залогом прав требования по кредитам. В соответствии с п. 3 ст. 33 Федерального закона «Об акционерных обществах» эмитент в праве размещать облигации, обеспеченные залогом определенного имущества эмитента, либо облигации под обеспечение, предоставленное для целей выпуска облигаций третьими лицами, либо облигации без обеспечения. Однако, согласно п. 1 ст. 27.3. Федерального закона «О рынке ценных бумаг» предмет залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть *только ценные бумаги и недвижимое имущество*. Таким образом, пул требований, сформированный Банком не мог быть признан надлежащим обеспечением, для получения бумагой статуса облигации с залоговым обеспечением, поскольку не являлся ни недвижимым имуществом, ни ценными бумагами. Аналогично, требования по пулу в соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» не могли

быть включены и в ипотечное покрытие ипотечных облигаций, если бы эта возможность рассматривалась.⁴

Однако, организаторы выпуска выработали позицию, согласно которой п. 1 ст. 27.3. Федерального закона «О рынке ценных бумаг» необходимо понимать как привилегию — т.е. возможность эмитента получить для своих облигаций статус обеспеченных используя механизмы залога, но не как ограничение общего права заемщика обеспечить исполнение своих обязательств перед кредитором с помощью залога. Иными словами облигации с залоговым обеспечением по модели пункта 1 ст. 27.3 Закона «О рынке ценных бумаг» представляют специально урегулированный специальной нормой способ использования залога применительно к конкретному виду облигаций, наряду с которым продолжает действовать общие нормы Гражданского кодекса о залоге. И, исходя из изложенного, эмитент вправе обеспечить свои облигации залогом любого имущества в соответствии с п. 1 ст. 336 Гражданского кодекса РФ⁵ без притязания на получения для бумаг статуса облигаций с обеспечением. Эту позицию разделил и регистрирующий орган.

Для целей получения статуса обеспеченных облигаций было использован давно зарекомендовавший себя на рынке ценных бумаг механизм поручительства. Таким образом, с точки зрения Закона «О рынке ценных бумаг» Банк произвел эмиссию облигаций обеспеченных поручительством по ст. 27.4 указанного Федерального закона. И в качестве второго, дополнительного обеспечения Банк-эмитент произвел залог требований по кредитам в пользу владельцев облигаций. Кроме того, в эмиссионных документах в качестве основного источника погашения облигаций также были указаны денежные потоки от заложенных прав требования. Эти две характеристики выпуска (залог пула активов и погашение за счет амортизации этого пула) в своей совокупности и дают нам право говорить о выпуске Банка Жилищного Финансирования как о первой балансовой секьюритизации по российскому праву.

Вторая задача носила скорее технический характер: общие нормы Гражданского кодекса не приспособлены для залога в пользу неограниченного количества постоянно меняющихся кредиторов, что, безусловно, актуально при обращении облигационного займа на бирже. Соответственно, специальное регулирование включено в состав норм Закона «О рынке ценных бумаг» об облигациях с обеспечением. Однако, это регулирование в силу обстоятельств, изложенных выше, не могло быть применено в качестве диспозитивной нормы. Соответственно, схожие по содержанию нормы пришлось включать в эмиссионные документы в качестве условий договора залога.

⁴ Указанная проблема является лишь частью общей проблемы российского законодательства о недвижимом имуществе и, как следствие, частью проблемы регулирования ипотечного кредитования. Дело в том, что Российский законодатель с одной стороны признает недвижимостью вполне движимые вещи, такие как морские и воздушные суда. С другой стороны, объекты неразрывно связанные с землей и представляющие именно с силу этого особую ценность, законодатель считает движимыми, как например, строящиеся здания и сооружения до момента государственной регистрации. Такой подход не дает банкам возможность выдавать ипотечные кредиты на этапе строительства, что не только не идет на пользу рынку ипотечного кредитования и строительства, но и прямо ущемляет интересы покупателей недвижимости, поскольку лишь стимулирует рост цен.

⁵ В соответствии с п. 1 ст. 336 ГК РФ предметом залога может быть всякое имущество, в том числе имущественные права (требования).

В силу неограниченного количества кредиторов, очевидно, что такой договор должен носить характер договора присоединения и предусматривать залог требований по кредитам в пользу любого владельца облигаций, при этом передача прав по облигации должна быть основанием для передачи права залога. Общие нормы Гражданского кодекса об обеспечении обязательств, о залоге и о займе (включая нормы об облигациях) позволили в полной мере решить поставленную задачу.

Пожалуй, наиболее интересный залоговый вопрос сделки был связан с естественной амортизацией пула в связи с плановым погашением заемщиками кредитов. Ситуация также усугублялась рисками дефлота и досрочного погашения. Все три указанные события влекут уменьшение стоимости заложенного имущества, или вообще прекращение заложенного права требования. При разработке условий договора залога, включенных в эмиссионные документы, организаторы исходили из того, что предметом залога является совокупность требований по кредитным договорам, указанным в Реестре залогового покрытия. Сам Реестр включает информацию о каждом из требований, достаточную для его индивидуализации в случае обращения взыскания на предмет залога или банкротства эмитента, но не нарушающую банковскую тайну.

Согласно п. 2 ст. 345 ГК РФ если предмет залога погиб или поврежден либо право собственности на него прекращено, залогодатель вправе восстановить предмет залога или заменить его *если договором не предусмотрено иное*.

На указанном основании в условия договора включено указание на то, что предмет залога остается у Эмитента (Залогодателя), эмитент не вправе изменять состав предмета залога. А также на то, что случаи погашения, в том числе и досрочного заемщиками своих обязательств не рассматриваются в качестве ухудшения условий Залога и не дают права владельцам облигаций требовать от эмитента досрочного погашения облигаций.

Таким образом, общий диспозитивный характер норм Гражданского законодательства дает возможность уже сегодня в отсутствие специального регулирования проводить сделки по секьюритизации практически любых активов.