

Секьюритизация без акцента

В декабре 2013 Государственная Дума приняла закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ и закон «О внесении изменений в часть первую ГК РФ и признании утратившими силу отдельных законодательных актов РФ». Их принятие позволит осуществлять сделки секьюритизации в российской юрисдикции.

Каким образом новеллы нового законопроекта будут разрешать проблемные вопросы, и что это даст рынку, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

Участники: Виктор Гудков (Сбербанк КИБ), Дмитрий Глазунов (Линия права), Денис Гришухин (АИЖК), Артур Илиев (Клиффорд Чанс СНГ лимитед), Татьяна Медведева (ЦРФР), Андрей Мурыгин (Линклейтерс).

Модератор — Алексей Тимофеев.

Алексей Тимофеев. Хотел бы начать с вопроса о законодательных изменениях 2013 года, посвященных секьюритизации. Поставлю вопрос даже так: зачем понадобилось вносить такие большие изменения? Чего не хватало в действующей законодательной базе?

Андрей Мурыгин. На мой взгляд, у нового закона было несколько целей, связанных с необходимостью развивать наш рынок. В частности, следовало добавить в законодательство те договорные и нормативные конструкции, которые необходимы

для нормального функционирования не только рынка секьюритизации, но и рынка так называемых инфраструктурных или проектных облигаций (их выпускают специальные общества проектного финансирования).

Ранее отечественное законодательство не регулировало секьюритизацию никаких других классов активов, кроме ипотечных ценных бумаг. Ипотечные ценные бумаги работают давно и успешно. Но российскому рынку также требовалось регулирование сделок секьюритизации, которое позволяло бы выпускать на внутреннем рынке облигации, обеспеченные залогом денежных требований по различного рода договорам, в том числе по потребительским кредитам, автокредитам, лизинговым платежам, на перспективу — также по арендным платежам.

Новый закон 2013 года дает такую возможность и принципиально расширяет круг продуктов, которые предлагаются для использования на российском рынке. Не секрет, что до при-

нения нового Закона в отношении названных классов активов (потребительских кредитов, автокредитов, лизинговых платежей) использовались офшорные компании-эмитенты, которые могли выпускать аналогичные бумаги для российских оригинаторов. Теперь появляется возможность делать это на российском рынке и размещать российскую облигацию, обеспеченную такого рода денежными требованиями.

Также в России ранее не регулировались инфраструктурные и проектные облигации, которые активно используются на Западе в сделках проектного финансирования. Теперь такие облигации могут выпускать специальные российские проектные компании.

Закон вводит категорию специального общества — аналог зарубежного понятия SPV. И эти общества как раз подразделяются на две разновидности: спецфинобщество (для сделок секьюритизации) и специальное проектное общество (для проектного финансирования). И закон регулирует оба эти вида юридических лиц в зависимости от целей выпуска.

Эти продукты зачастую выпускаются для того, чтобы пройти согласование с международными рейтинговыми агентствами и чтобы такой международный рейтинг был присвоен. Новеллы закона нацелены на возможность создания отечественных SPV, соответствующих международным рейтинговым требованиям. В частности, введены новые нормы, обеспечивающие устойчивость российского эмитента в ситуации банкротства.



Здесь можно говорить о трех «ки-тах» секьюритизации: субординация между разными группами требований, условие о подаче кредитором заявления о банкротстве только после наступления определенного события (non-petition) и условие о погашении требований при недостатке имущества SPV (limited recourse). Первый «кит» — это институт субординации договорных требований. Закон впервые вводит расширенную субординацию между требованиями разных кредиторов к эмитенту облигаций. В данном случае речь идет о том, что возможна как субординация между отдельными траншами облигаций (что уже встречалось в Законе об ипотечных ценных бумагах), так и субординация выпусков облигаций по отношению к другим договорным требованиям.

До настоящего времени эта возможность на российском внутреннем рынке не использовалась в сфере секьюритизации и проектного финансирования.

Но теперь, к примеру, принципиально возможно предусмотреть (как это делается на международных рынках) хеджирование валютных или процентных рисков эмитента, чтобы инвестор мог выпустить бумагу в нужной валюте и с нужной процентной ставкой. И в этом контексте возможно субординировать требования всех держателей облигаций, опосредованно получающих такую дополнительную финансовую услугу хеджирования, по отношению к требованиям банка — хедж-провайдера. Хедж-провайдер будет заинтересован в том, чтобы его требования находились в так называемом «водопаде требований» (то есть в приоритете требований) выше, чем требования самих держателей облигаций.

Алексей Тимофеев. Мой вопрос был о том, почему пришлось делать так много поправок в законодательство для того, чтобы сделать секьюритизацию возможной? Почему нельзя было осу-

ществлять секьюритизацию на основе толкования существующих законов? Я знаю, что за рубежом, когда решали подобные задачи, в законодательных изменениях нужды не было. Нельзя ли было asset-backed и credit-linked ценные бумаги выпустить на основании общего определения понятия «облигация»? Нельзя ли было, например, вывести субординацию требований по облигациям из договорного права? Почему этого нельзя было сделать? Или вот, например, поправки к законодательству об SPV. Есть ли за рубежом какие-то оговорки в корпоративном праве, которые определяют особый статус SPV?

Андрей Мурыгин. К чести наших регуляторов, которые разрабатывали проект закона, зарубежный опыт тоже изучался. Мы смотрели, например, законодательство Люксембурга и Голландии, Великобритании и Германии. Как правило, какие-то законодательные нормы, допустим, признающие возможность субординации, там существуют. И (вы абсолютно правы), как правило, они ограничиваются двумя-тремя строчками, где просто сказано, что субординация возможна. Исключение — Люксембург. Там действует действительно детальный закон о секьюритизации.

Татьяна Медведева. В Казахстане тоже. **Алексей Тимофеев.** Ну, Казахстан решает те же проблемы, что и Россия: что не разрешено — запрещено.

Андрей Мурыгин. Да, какие-то изменения в законодательной базе многих из этих стран были произведены. Другое дело, что там они не требуют такой детальности, и там нет негативного отношения судов ко всему, что прямо не разрешено законодательством, но при этом прямо согласовано сторонами в договорной и эмиссионной документации.

Прямой ответ на ваш вопрос состоит в том, что сегодня у нас доминирует административный подход. Даже в гражданско-правовых спорах, где, если

законодательство что-то не запретило прямым образом, предполагается, что это разрешено, суды склонны зачастую признавать, что не предусмотренное законом не входит в объем прав сторон. А поскольку у инвесторов в такие виды активов есть существенные риски (которые оценивают, в том числе, рейтинговые агентства), то сложилось понимание, что российское законодательство должно даже незапрещенное прямо разрешить, чтобы снять эти риски.

Более того, до принятия нового закона субординация требований была предусмотрена в отношении очень узких групп обязательств. Это было предусмотрено фактически как некое исключение из общего порядка, например, в банковской сфере, где возможна выдача субординированных кредитов российским банкам. И такая операция требует определенного согласования с Центральным банком, устанавливаются определенные требования к тому, какой именно кредит может считаться субординированным, чтобы он был правильно отражен на балансе банка. Плюс субординация, например, предусмотрена в российском Законе об ипотечных ценных бумагах. В этих двух случаях, где субординация прямо была разрешена законодательством, видно, что это всегда было специальное регулирование.

Поэтому пришлось идти по тому же самому пути.

Татьяна Медведева. Гражданский кодекс не допускал тех возможностей, которые сейчас появились.

Артур Илиев. Не только Гражданский кодекс. Вообще многие концепции еще просто не работают. Ты называешь административным подходом известное правило отечественного делового оборота: «что прямо не разрешено — то запрещено». Это старый подход, который потихоньку изживает себя. Но с другой стороны, многие вещи, собственно, напрямую запрещены.

Алексей Тимофеев. Мне кажется, ты подтверждаешь слова Андрея.
Артур Илиев. Не совсем. Я не буду здесь сильно критиковать наши суды, они движутся в правильном направлении. Но! Например, если речь идет о субординации, то российское законодательство о банкротстве не допускало реализации этой концепции. То есть как ни толкуй, договорная субординация не работает, за исключением двух случаев. Это субординированные кредиты, предоставленные российскому банку, и субординация по ипотечным ценным бумагам. Концепция non-petition, то есть ограничение возможности предъявления требования в определенных обстоятельствах, являющаяся вторым «китом» секьюритизации после субординации, также не совсем работала. Таким образом, в отношении этих двух китов (субординация и non-petition) мы не могли лишь путем толкования существующих норм закона прийти к выводу о том, что эти концепции работают с точки зрения российского права.

Андрей Мурыгин. Абсолютно с этим согласен. Просто надо пояснить, что мы имеем в виду под остальными китами. Вопрос Алексея действительно относится к трем новеллам, которые мы видим в новом законе.

Если развивать вопрос Алексея, то мне кажется, что многое как раз хорошо видно на примере трех новых элементов, которые появились в законе. Во-первых, это, как уже сказано, субординация. Второй (после субординации) элемент, о котором хотелось бы сказать, это возможность включения так называемых non-petition clauses в условия договорной документации или документации выпуска. То есть определенный кредитор (в данном случае владелец облигаций) может согласиться с тем, что возможность предъявления требований о признании эмитента облигаций банкротом наступает только при условии полного погашения обя-

зательств данного эмитента по облигациям. Соответственно, мы можем обусловить право обращения в суд с заявлением о признании лица банкротом тем, что это лицо первоначально должно было исполнить какие-то определенные обязательства. В данном случае мы понимаем под этими обязательствами облигации — либо секьюритизационные, либо проектные.

Алексей Тимофеев. Из договорного права такую возможность вывести нельзя?

Андрей Мурыгин. Из договорного права именно этот элемент вывести никогда было нельзя. И здесь даже вопрос в другом. Это нельзя было еще и из процессуального и банкротного законодательства вывести. По новому закону у кредитора сохраняется в рамках законодательства о банкротстве (в случае если ему не заплатили на определенных условиях) право подать заявление о признании должника банкротом. Но при этом в договорном порядке он добровольно ограничивает это свое право определенными условиями. Он заранее добровольно на ограничение соглашается, чтобы потом не возникало споров. Почему я не могу подать заявление о признании банкротом лица, которое мне не заплатило? Потому что у меня есть другого рода требование (скажем, облигация младшего транша), нежели то, которое должно быть погашено первым (облигация среднего или старшего транша). Облигация должна быть в конечном счете погашена потому, что она изначально адекватным образом обеспечена. Именно на достаточность обеспечения рассчитывает кредитор, согласившийся на субординацию своих требований. Таким образом, защищается как неувязимость конструкции эмитента (нашего специального общества), так и интересы держателя облигации. Инвесторы чувствуют себя защищенными от таких, я бы сказал, волюнтаристских заявлений о признании банкротом со стороны отдельных кредиторов.

В декабре 2013 Государственная дума приняла закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и закон «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации».

Наиболее значительным нововведением закона стало появление особых юридических лиц, основной целью которых является приобретение денежных прав требования и эмиссия облигаций, исполнение по которым обеспечивается залогом таких прав требования. Согласно закону специализированные общества могут быть двух видов: специализированное финансовое общество и создаваемое для целей финансирования долгосрочных инвестиционных проектов специализированное общество проектного финансирования. Закон также вводит возможность залога прав по договору банковского счета и предусматривает особый порядок обращения взыскания на них. Закон, кроме того, устанавливает возможность выпуска облигаций с установлением очередности их погашения. Предложены и другие изменения.

Первый Федеральный закон, регулирующий секьюритизацию прав требования, обеспеченных ипотекой (№152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»), был принят в 2003 году. Однако того регулирования оказалось недостаточно, и в отношении секьюритизации иных видов прав требования российские компании вынуждены были использовать компании специального назначения, зарегистрированные вне пределов Российской Федерации.



