



Дмитрий СОБОЛЕВ,

юрист, адвокатское бюро «Линия права», магистр частного права

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА В СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ ЯВЛЯЕТСЯ ВАЖНЫМ ЮРИДИЧЕСКИМ ИНСТРУМЕНТОМ, КОТОРЫЙ ОБЕСПЕЧИВАЕТ ЗАЩИТУ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ. ПОВЫШЕНИЕ КАЧЕСТВА ТАКОГО ИНСТРУМЕНТА ПОЗВОЛИТ СНИЗИТЬ РИСКИ ИНВЕСТИРОВ В РОССИЙСКИЕ ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ПОВЫСИТЬ ИХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В КАЧЕСТВЕ ОБЪЕКТА ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

Под защитой ипotecного агента

ВЛИЯНИЕ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА НА ФИНАНСОВЫЕ ПАРАМЕТРЫ СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Секьюритизация ипотечных активов (ипотечные кредиты, закладные) на российском рынке проводится путем формирования пула таких активов (ипотечного покрытия) и выпуска облигаций, обеспеченных залогом ипотечного покрытия (облигации с ипотечным покрытием)¹.

Погашение облигаций с ипотечным покрытием и выплата процентного дохода по ним зависит от денежных поступлений по активам, входящим в состав ипотечного покрытия. Поэтому для инвесторов крайне важна доступность ипотечного покрытия и генерируемого им денежного потока только для владельцев облигаций с ипотечным покрытием и других участников сделки секьюритизации² и недоступность их для третьих лиц (изоляция ипотечного покрытия).

Степень надежности изолирования ипотечного покрытия и соответствующая степень защищенности прав инвесторов оказывает непосредственное влияние на уровень привлекательности облигаций с ипотечным покрытием для инвесторов. В сделках секьюритизации

ипотечных активов на российском рынке инструментом изолирования является ипотечный агент, поэтому качество правового регулирования ипотечного агента и связанный с этим уровень юридической защищенности секьюритизируемых активов являются одним из факторов, определяющих размер процентной ставки по облигациям с ипотечным покрытием и спрос на них.

УРОВЕНЬ ЮРИДИЧЕСКОЙ ЗАЩИЩЕННОСТИ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫХ АКТИВОВ, ПРЕДОСТАВЛЯЕМЫЙ ИПОТЕЧНЫМ АГЕНТОМ

Уровень юридической защищенности секьюритизируемых активов определяется наличием предусмотренных правовым регулированием ипотечного агента юридических возможностей для нейтрализации юридических рисков инвесторов, связанных с владением

¹ Такие сделки совершаются на основании Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г.

² В случаях и в порядке, предусмотренных документацией по сделке.

ипотечным покрытием в течение срока сделки секьюритизации.

В Таблице 1 описаны риски, связанные с ипотечным агентом в сделках секьюритизации, и механизмы их минимизации. Зеленым цветом выделены механизмы, правовое регулирование которых соответствует потребностям рынка и международным стандартам структурированного финансирования. Синим цветом выделены механизмы, которые не позволяют устранить риск в полной мере. Красным цветом выделены механизмы, которые отсутствуют в действующем законодательстве.

Риск банкротства заключается в неспособности ипотечного агента совершать платежи по облигациям с ипотечным покрытием в предусмотренные ими сроки. Неплатежеспособность ипотечного агента может повлечь введение процедуры банкротства в отношении ипотечного агента и продажу ипотечного покрытия конкурсным управляющим с торгов². Последствием такой продажи может стать получение инвесторами выручки от продажи. Ее размер значительно меньше денежного потока, который мог быть получен по ипотечному покрытию, если бы сделка продолжалась.

Таким образом, в ситуации, когда у инвесторов, исходя из экономических соображений, есть интерес продолжать сделку, основной составляющей риска является подача в арбитражный суд заявления о банкротстве ипотечного агента и введение процедуры банкротства. Указанный риск мог бы быть минимизирован путем ограничения права на подачу заявления о банкротстве ипотечного агента, но такие ограничения в действующем законодательстве отсутствуют.

Другой составляющей риска банкротства является наступление неплатежеспособности ипотечного агента вследствие осуществления какой-либо деятельности, которая не предусмотрена условиями сделки секьюритизации³. Данный риск минимизируется нормами о целевой правоспособности ипотечного агента, в соответствии с которыми в его уставе можно прописать те сделки, которые он вправе совершать в рамках секьюритизации, при этом сделки, совершенные с несоблюдением положений устава ипотечного агента, не создают для него обязанности⁴. Для полноценного действия норм о целевой правоспособности ипотечного агента они нуждаются в доработке.

Риски, связанные с ипотечным агентом	Механизмы минимизации рисков ¹	
Риск банкротства	Ограничения на подачу заявления о банкротстве	Целевая правоспособность
Риск субординации прав владельцев облигаций с ипотечным покрытием	Залог ипотечного покрытия, отсутствие штата сотрудников	
Риск вывода активов	Независимый исполнительный орган/акционер	
Риск принудительной ликвидации		Ограничение полномочий органов ипотечного агента
Риск добровольной ликвидации	Независимый исполнительный орган/акционер	
Риск реорганизации	Независимый исполнительный орган/акционер	
Риск умышленного неисполнения обязательств по сделке	Независимый исполнительный орган/акционер	
Риск технического банкротства (ликвидации)	Отсутствие норм о техническом банкротстве (ликвидации), применимых к ипотечному агенту	

РИСК СУБОРДИНАЦИИ ПРАВ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Риск субординации прав владельцев облигаций заключается в возникновении у ипотечного агента кредиторов, которые могут по своим требованиям обратить взыскание на имущество ипотечного агента (в том числе ипотечное покрытие) на равных или более приоритетных по сравнению с владельцами облигаций с ипотечным покрытием основаниях.

Данный риск минимизируется первоначальным залогом (в силу закона⁵) ипотечного покрытия в пользу владельцев облигаций с ипотечным покрытием, отсутствием у ипотечного агента возможных кредиторов второй очереди в конкурсном производстве (штата со-

¹ Указанные механизмы являются необходимыми, с точки зрения международных рейтинговых агентств, юридическими свойствами «лица со специальной правоспособностью» (special purpose entity, SPE), которое используется для обособления пула секьюритизируемых активов и выпуска ценных бумаг, обеспеченных такими активами в рамках секьюритизации. Требования к таким механизмам описываются в методологиях рейтинговых агентств и применяются в том числе и к ипотечному агенту. В качестве примера такой методологии см. Standard & Poor's, European Legal Criteria For Structured Finance Transactions, 28 August 2008, www.standardandpoors.com.

² Статьи 16.1 и 16.2 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах».

³ Наступление неплатежеспособности вследствие осуществления ипотечным агентом деятельности, которая предусмотрена условиями сделки, определяется, по сути, качеством активов в ипотечном покрытии и является коммерческим риском инвесторов.

⁴ Части 1 и 3 статьи 8 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах».

⁵ Часть 1 статьи 11 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах».

Таблица 1
Риски, связанные с ипотечным агентом в сделках секьюритизации

КАЧЕСТВО ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА И СВЯЗАННЫЙ С ЭТИМ УРОВЕНЬ ЮРИДИЧЕСКОЙ ЗАЩИЩЕННОСТИ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫХ АКТИВОВ ЯВЛЯЮТСЯ ОДНИМ ИЗ ФАКТОРОВ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИХ РАЗМЕР ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ПО ОБЛИГАЦИЯМ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ И СПРОС НА НИХ

трудников), а также целевой правоспособностью ипотечного агента, которая не допускает возникновения в отношении ипотечного покрытия иных кредиторов, кроме участников сделки секьюритизации¹.

Для целей минимизации рисков следует иметь в виду, что залог в отношении активов ипотечного покрытия мог возникнуть до их передачи ипотечному агенту, и это необходимо проверять в ходе юридической проверки активов.

РИСК ВЫВОДА АКТИВОВ

Риск вывода активов заключается в отчуждении ипотечным агентом секьюритизируемых активов по сделкам, которые не предусмотрены условиями секьюритизации. Такое отчуждение влечет утрату имущества, за счет которого удовлетворяются требования владельцев облигаций с ипотечным покрытием, и убытки для инвесторов.

Данный риск минимизируется назначением в качестве единоличного исполнительного органа ипотечного агента управляющей компании, независимой от спонсора сделки. При этом акции ипотечного агента должны быть переданы лицу, которое тоже независимо от спонсора сделки, для целей владения акциями в интересах инвесторов. Кроме того, запрет в уставе ипотечного агента совершать сделки, которые не предусмотрены условиями секьюритизации, также помогает снизить риск вывода активов².

РИСК ПРИНУДИТЕЛЬНОЙ ЛИКВИДАЦИИ

Риск принудительной ликвидации заключается в ликвидации ипотечного агента по требованию органов государственной власти вследствие совершенного ипотечным агентом правонарушения. Ликвидация ипотечного агента влечет для инвесторов такие же финансовые потери, что и банкротство ипотечного агента, поскольку возникает необходимость в продаже ипотечного покрытия с торгов³.

Принудительная ликвидация ипотечного агента может наступить вследствие грубого нарушения закона (кроме Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»⁴) или совершения ипотечным агентом сделок в нарушение положений его устава⁵.

Риск принудительной ликвидации вследствие грубого нарушения закона минимизируется путем использования независимой от спонсора сделки управляющей компании в качестве единоличного исполнительного органа (и акционера) ипотечного агента. Возможность минимизации риска ликвидации ипотечного агента вследствие совершения ипотечным агентом сделок в нарушение положений его устава не предусмотрена действующим законодательством.

РИСК ДОБРОВОЛЬНОЙ ЛИКВИДАЦИИ И РИСК РЕОРГАНИЗАЦИИ

Риск добровольной ликвидации ипотечного агента заключается в принятии корпоративными органами ипотечного агента решения о его ликвидации до исполнения всех обязательств ипотечного агента по облигациям с ипотечным покрытием. Ликвидация ипотечного агента до погашения облигаций с ипотечным покрытием приведет к необходимости продажи ипотечного покрытия торгов для погашения обязательств ипотечного агента по облигациям⁶, что влечет для инвесторов такие же финансовые потери, что и банкротство ипотечного агента.

Риск реорганизации ипотечного агента связан с утратой им в результате реорганизации⁷ целевой правоспособности, появлением у ипотечного агента кредиторов, которые не являются участниками сделки секьюритизации и/или передачи ипотечного покрытия (или его части) другому лицу, в результате чего ипотечное покрытие может стать недоступным для владельцев облигаций с ипотечным покрытием.

Риск добровольной ликвидации может быть минимизирован путем установления в уставе ипотечного агента запрета на добровольную ликвидацию до полного исполнения обязательств ипотечного агента по облигациям с ипотечным покрытием, а также использования независимой от спонсора сделки управляющей компании в качестве единоличного исполнительного органа (и акционера) ипотечного агента. Следует отметить, что в действующем законодательстве отсутствуют положения, позволяющие ограничивать полномочия органов акционерного обще-

ства на принятие решения о ликвидации общества.

РИСК УМЫШЛЕННОГО НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО СДЕЛКЕ

Риск умышленного неисполнения обязательств по сделке заключается в неисполнении ипотечным агентом принятых на себя обязательств в рамках секьюритизации (например, в результате сговора со спонсором сделки в случаях, когда это выгодно спонсору).

Такой риск минимизируется путем использования независимой от спонсора сделки управляющей компании в качестве единоличного исполнительного органа (и акционера) ипотечного агента.

РИСК ТЕХНИЧЕСКОГО БАНКРОТСТВА (ЛИКВИДАЦИИ)

Риск технического банкротства (ликвидации)⁸ ипотечного агента возникает в случае, если стоимость чистых активов ипотечного агента становится меньше размера его уставного капитала по окончании финансового года, следующего за вторым финансовым годом или

¹ Части 1 и 2 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах».

² Как было сказано выше (см. описание риска банкротства), правовое регулирование целевой правоспособности ипотечного агента нуждается в доработке.

³ Пункт 3 статьи 63 Гражданского кодекса Российской Федерации.

⁴ Статья 61 Гражданского кодекса Российской Федерации. Требование о ликвидации ипотечного агента по данному основанию может быть предъявлено государственным органом или органом местного самоуправления, которому право на предъявление такого требования предоставлено законом.

⁵ Часть 3 статьи 8 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах». Такой иск может быть предъявлен федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, т.е. ФСФР.

⁶ Пункт 3 статьи 63 Гражданского кодекса Российской Федерации.

⁷ Слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование — статья 57 Гражданского кодекса Российской Федерации.

⁸ В практике структурированного финансирования его принято называть technical bankruptcy.

каждым последующим финансовым годом, по окончании которых стоимость чистых активов общества оказалась меньше его уставного капитала. В таком случае ипотечный агент обязан принять одно из следующих решений¹:

1) об уменьшении уставного капитала ипотечного агента до величины, не превышающей стоимости его чистых активов;

2) о ликвидации ипотечного агента (например, если стоимость чистых активов становится меньше минимального размера уставного капитала акционерного общества либо становится отрицательной).

Ликвидация ипотечного агента по данному основанию влечет для инвесторов такие же финансовые потери, что и банкротство ипотечного агента, поскольку возникает необходимость продажи ипотечного покрытия с торгов².

Действующее законодательство не содержит положений, позволяющих минимизировать риск технического банкротства (ликвидации).

ОГРАНИЧЕНИЯ НА ПОДАЧУ ЗАЯВЛЕНИЯ О БАНКРОТСТВЕ

В Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 года можно ввести нормы, которые бы запрещали кредиторам ипотечного агента обращаться в арбитражный суд с заявлением о его банкротстве, если осуществление данного права было ограничено в договоре между таким кредитором и ипотечным агентом наступлением определенных обстоятельств, которые на момент подачи заявления не наступили.

Кроме того, можно ввести норму о том, что обязанность руководителя должника (управляющей компании ипотечного агента) по подаче в арбитражный суд заявления о банкротстве при наличии признаков банкротства ипотечного агента не возникает, если в соответствии с уставом ипотечного агента обращение в арбитражный суд с заявлением о признании ипотечного агента банкротом ограничено наступлением определенных обстоятельств, которые на момент подачи заявления не наступили.

Вышеприведенные законодательные изменения позволят с помощью документации сделки (решение о

выпуске облигаций с ипотечным покрытием и устав ипотечного агента) обеспечить минимизацию риска банкротства ипотечного агента, соответствующую международным стандартам структурированного финансирования.

«**ДЛЯ СНИЖЕНИЯ ЗАТРАТ УЧАСТНИКОВ СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ НА СОЗДАНИЕ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА В ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО НЕОБХОДИМО ВВЕСТИ ВОЗМОЖНОСТЬ СОЗДАВАТЬ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА В ФОРМЕ ОБЩЕСТВА С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ**»

ЦЕЛЕВАЯ ПРАВОСПОСОБНОСТЬ

Для обеспечения целевой правоспособности ипотечного агента, соответствующей международным стандартам структурированного финансирования, необходимо:

- Четко прописать в Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах» возможность указания в уставе ипотечного агента круга сделок, которые он вправе совершать для достижения уставных целей (секьюритизации), а также возможность указания сделок, которые он совершать не вправе. Такой гибкий стандарт описания правоспособности ипотечного агента в случае возникновения спора о правомерности совершения ипотечным агентом сделки позволит суду руководствоваться исключительно нормами устава ипотечного агента и не рассматривать иные доказательства правомерности или неправомерности сделки.

- Отменить положения части 3 статьи 8 Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» о ликвидации ипотечного агента вследствие заключения им сделок и осуществления деятельности, которые не предусмотрены Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах».

- Передать государственную регистрацию ипотечных агентов государственному органу, который будет осуществлять правовую экспертизу их уставов (предпочтительно, чтобы это был федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг, то есть ФСФР).

Такие законодательные нововведения позволят минимизировать риски банкротства, субординации прав владельцев облигаций с ипотечным покрытием, вывода активов и принудительной ликвидации ипотечного агента.

ОГРАНИЧЕНИЕ ПОЛНОМОЧИЙ ОРГАНОВ ИПОТЕЧНОГО АГЕНТА

В Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах» и Федеральном законе «Об акционерных обществах» необходимо ввести нормы о запрете реорганизации ипотечного агента, а также о допустимости добровольной ликвидации ипотечного агента только в случаях, которые предусмотрены в его уставе. Это позволит осуществлять добровольную ликвидацию ипотечного агента только после исполнения всех его обязательств по облигациям с ипотечным покрытием в полном объеме.

ОТСУТСТВИЕ НОРМ О ТЕХНИЧЕСКОМ БАНКРОТСТВЕ (ЛИКВИДАЦИИ), ПРИМЕНЯЕМЫХ К ИПОТЕЧНОМУ АГЕНТУ

В Федеральном законе «Об акционерных обществах» необходимо ввести норму о неприменимости к ипотечному агенту положений о ликвидации акционерного общества, величина чистых активов которого становится меньше размера уставного капитала.

Либерализация организационно-правовой формы ипотечного агента

Для снижения затрат участников сделки секьюритизации на создание ипотечного агента в законодательство необходимо ввести возможность создавать ипотечного агента в форме общества с ограниченной ответственностью. ©

¹ Пункт 6 статьи 35 Федерального закона «Об акционерных обществах».

² Пункт 3 статьи 63 Гражданского кодекса Российской Федерации.