

ГРАЖДАНСКОЕ И КОММЕРЧЕСКОЕ ПРАВО

А. Ю. Бушев

ПРИМЕНЕНИЕ ПРАВОВЫХ ИНСТИТУТОВ ДЛЯ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ, ВОЗНИКАЮЩИМИ В ПРОЦЕССЕ ОБОРОТА ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ: СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ*

В работе анализируются основные направления применения института ценной бумаги с целью оптимизации оборота имущественных прав требования (номинальное держание, выпуск и обращение деривативов, централизация учетных и информационных функций). На примере секьюритизации иллюстрируется неразрывность связи между экономическими институтами (моделями поведения) и юридическими институтами (способами нормативного закрепления). Обращается внимание на необходимость учета в настоящее время требований об обеспечении и защите прав человека в процессе регулирования экономических отношений с участием частных лиц.

Ключевые слова: секьюритизация, управление рисками, правовые модели, ценные бумаги, права человека.

A. Yu. Bushev

APPLICATION OF LEGAL CONCEPTS FOR MANAGING RISKS OCCURRING UPON CIRCULATION OF RIGHTS AT THE SECURITIES MARKET: SECURITIZATION OF ASSETS

The article analyzes the main directions of application of the concept of securities for the optimization of property rights circulation (indirect holding, issuance of derivatives, centralization of the functions as to recording and information). Securitization is used as an example of tight connection between economic concepts (models of behavior) and legal concepts (methods of regulation). It is emphasized that nowadays the human rights concept must be taken into account upon regulation of business relationships with private persons.

Keywords: securitization, risk management, legal concepts, securities, human rights.

Институт ценных бумаг позволил оптимизировать оборот имущественных прав требования за счет иного, чем для института уступки права требования, перераспределения рисков между должником, первоначальным и новым кредиторами. Оправдавшие себя многолетней практикой применения ценных бумаг преимущества были адаптированы к современным условиям оборота и трансформированы

Бушев Андрей Юрьевич — кандидат юридических наук, доцент, Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7/9; Andrei.Bushev@ipaper.com

Bushev Andrey Yurievich — candidate of legal sciences, associate professor, St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation; Andrei.Bushev@ipaper.com

* В работе развиваются идеи, высказанные автором в статье, опубликованной в журнале «Гражданское право» (2014. № 3. С. 7–11).

в новые экономические и юридические институты. Одним из таких нововведений является секьюритизация активов, экономические достижения которой с трудом пробиваются к отечественному предпринимателю сквозь опоры ставших классическими юридических конструкций. О путях примирения экономических и юридических институтов секьюритизации далее и пойдет речь.

Положительный итог института ценных бумаг был достигнут в результате двух основных решений, предложенных бизнес-сообществом и получивших оформление в праве.

Во-первых, это признание повышенной удостоверяющей (доказательственной) силы документов, подтверждающих принадлежность и характеристики права требования. Предъявление и вручение особого документа устраняли необходимость фактической передачи товаров и денег, а следовательно, позволяли минимизировать риски и расходы, связанные с территориальным перемещением таких ценностей для целей торговли. Для отдельных операций доверие предпринимателя к документу стало выше, чем к устному заверению. В юридических правилах такое решение было оформлено посредством придания отраженной в тексте документа информации свойства публичной достоверности, а также признания за соответствующим обязательством свойства абстрактности.

Во-вторых, документ, обладающий выгодными для предпринимателей свойствами, необходимо было отличить от других подобных документов (долговая расписка, проездной билет, багажная квитанция и т. п.). В праве были закреплены обязательные и потенциально общеизвестные требования к их форме и реквизитам, установлены иные признаки.

В последующем, в процессе глобализации международной торговли стало затратным и более рисковым физическое трансграничное перемещение уже и особых документов. Вновь предпринимателями были предложены бизнес-процедуры, позволившие минимизировать подобные негативные обстоятельства.

Так, если ранее на складе при товарной бирже резервировался соответствующий биржевой товар, то в отношении обращающихся на фондовой бирже ценных бумаг стало применяться депонирование, представлявшее, по сути, обособленное хранение документов. Таким образом, ценные бумаги, как и вещи, централизованно обездвиживались, что не препятствовало переходу прав на них между лицами, находившимися на различных территориях и без физической передачи («традиции») соответствующих ценностей. В то же время подобное централизованное обездвиживание (учет) позволяло некоторым образом гарантировать фактическое наличие (сохранность) ценности, права на которую находились в свободном обороте.

Кроме того, с развитием электронной техники и новых средств коммуникации в целом менее затратной стала передача информации о праве требования иными способами, чем фактическое вручение соответствующего бумажного документа. Наступил период постепенной дематериализации ценных бумаг из традиционных документов в иные формы (вместо выпуска нескольких документов выпуск одного документа — сертификата, удостоверяющего право на несколько ценных бумаг; централизованное хранение бланков ценных бумаг и выпуск в оборот одного удостоверяющего на них титул документа — депозитной расписки; учет прав в реестрах; признание доказательственной силы за электронным документом и др.). Юристы в очередной раз приступили к разработке новых правовых конструкций, примиряющих

нужды оборота и традиционные правовые взгляды. В результате вскоре правомочие владения было распространено на некоторые виды электронных документов, вопреки ожесточенным доктринальным спорам, для защиты прав по бездокументарным ценным бумагам судебной практикой, а затем и законодателем стало допускаться применение вещно-правовых способов. Для заполнения юридической ниши вновь пришлось прибегнуть к проверенным приемам — фикции, аналогии и т. п.; основы пандектной системы, ранее «трещавшие», вновь выстояли, получив дополнительное теоретическое освещение.

Сравнительно недавно зарубежная, а вслед за ней и отечественная юриспруденция столкнулись с очередными «заказами» со стороны бизнес-сообщества. В естественном стремлении оптимизировать расходы и минимизировать негативные риски при обороте прав требования предприниматели выработали новые бизнес-процессы. В основу этих бизнес-решений были положены оправдавшие себя юридические преимущества ценной бумаги — более высокая доказательственная сила документа (бумажного и электронного), проявляющаяся в результате наделения его особыми признаками и свойствами. Среди новых построений, востребовавших дополнительные компромиссы среди юристов, в первую очередь следует назвать следующие.

Во-первых, это секьюритизация активов, о которой еще будет сказано подробнее. Она позволила укрепить доверие новых кредиторов к исполнению обязательства по ценной бумаге за счет формирования дополнительных обеспечительных механизмов — создания специфического имущественного комплекса и др.

Во-вторых, это введение в оборот разного рода производных финансовых инструментов, включая производные ценные бумаги и деривативы. Новые экономические построения позволили при содействии юристов оптимизировать оборот нетипичного для пандектной системы объекта — прав на права требования, уточнить условия осуществления прав и исполнения обязанностей в зависимости от объективно изменяющихся рыночных условий, ускорить процедуру замены лица в обязательстве с взаимными правами и обязанностями («торговля контрактами») и т. д.

В-третьих, это институт номинального держания ценными бумагами, при котором в отличие от классического непосредственного взаимодействия между кредитором и должником по ценной бумаге учет прав и легитимация кредитора осуществляются не самим должником, а через особых посредников, часто нескольких («многоуровневое держание»); должник (эмитент) о личности кредитора сведений может и не иметь; между кредитором и должником возникает цепочка учетных записей, ценная бумага трансформируется из одного документа в несколько.

В-четвертых, это централизация ряда организационных функций по коммуникации информации о праве требования (система раскрытия информации, государственная регистрация выпусков, деятельность центрального депозитария и др.). Информация об условиях права требования, о его действительности и динамике, о способности должника исполнить и т. п. аккумулируется, хранится и предоставляется любому заинтересованному лицу не самим должником или первоначальным кредитором, а специально созданной для этих целей организацией — государственной или частной. В ряде случаев такая информация наделяется свойством публичной достоверности. Ценная бумага как документ все еще сохраняет значение для удостоверения информации о принадлежности права. Однако информация о содержании права все более «выводится» за текст такого документа и помещается

в централизованно создаваемые документы, получая тем самым дополнительную доступность и достоверность.

Прежде чем обратиться к более подробной характеристике секьюритизации, отметим еще одно важное обстоятельство, которое в наши дни должна учитывать юриспруденция. Одним лишь «технического» размещения экономических конструкций (моделей поведения, бизнес-процессов) среди привычных и устоявшихся правовых институтов (деление правоотношений на абсолютные и относительные, вещные и обязательственные, имущественные и неимущественные, классификация объектов гражданского оборота, виды юридических фактов и т. д.) уже недостаточно. Оно должно осуществляться также с учетом современного понимания правовых принципов и ценностей.

В качестве основополагающей ценности, пронизывающей все сферы деятельности государства, в том числе и законотворческую, выступают сейчас права и свободы человека и гражданина, закрепленные в Конституции Российской Федерации, а также в Европейской конвенции о защите прав человека и основных свобод.¹ Именно эти права и свободы являются своего рода стандартом, мерилom эффективности публичной власти, они действуют непосредственно, «определяют смысл, содержание и применение законов, деятельность законодательной и исполнительной власти, местного самоуправления и обеспечиваются правосудием» (ст. 18, 46 Конституции РФ).

Имущественные права и интересы составляют важный элемент наивысшей ценности. Их обеспечение и защита подчинены нескольким универсальным требованиям, которые в процессе нормотворчества применимы, хоть и в разной степени, как к «вертикальным» отношениям (например, между должником — эмитентом акций и соответствующим органом государственной власти), так и к отношениям «горизонтальным» (например, между кредитором и должником).

Экономические модели поведения, закрепляемые нормативно, во-первых, должны быть определенными (обладать достаточной ясностью, быть стабильными и доступными); во-вторых, должен устанавливаться баланс между публичными и частными интересами (например, в горизонтальных отношениях публичный интерес по преимущественной защите мажоритарных акционеров над интересами миноритариев); в-третьих, устанавливаемые нормативно ограничения и преимущества должны быть пропорциональными (соразмерными).

Публичная власть обладает широким полем усмотрения по селекции экономических (бизнес) моделей поведения и способов их нормативного оформления, однако в любом случае только при условии соблюдения указанных ценностных требований. Так, очевидно, что для выполнения требования правовой определенности не могут быть противоречивыми ни регулирование, ни правоприменение. Стабильность правоприменения повышается, если правило поведения закреплено в федеральном законе, а не в подзаконном нормативном акте, поскольку положения последнего значительно проще (менее затратно) подвергнуть сомнению, отменить в суде и т. п. В случае умаления интересов одного лица в пользу другого (возложение

¹ Далее совместно с Протоколами — Конвенция. В настоящее время Конвенция среди других международно-правовых актов в области прав человека имеет для правоприменения в России наиболее заметное влияние, поэтому для целей данной статьи именно ее положения избраны автором в качестве международного стандарта.

обязанности, установление презумпции и т. п.) первому должна быть предоставлена разумная компенсация (наделение дополнительными правами, выплата денежной суммы, предоставление налоговых льгот и т. п.). В противном случае будет нарушено требование о пропорциональности. В то же время если «потерпевшим» является сторона, выступающая в отношениях более сильной, т. е. имеющей больше возможностей влиять на динамику соответствующих отношений (профессионал и потребитель, организация и физическое лицо, монополист и немонополист, лицо, обладающее большей информацией, и т. д.), то «компенсация» может быть сокращена или вообще не предоставляться.

Приступая к характеристике секьюритизации, отметим, что понятие ее в отечественном законе по-прежнему не раскрывается, хотя связанная с ним терминология имеет широкое хождение среди экономистов. Для более отчетливого понимания связи секьюритизации с ценными бумагами рассмотрим некоторые объективные особенности права требования и назовем общие экономические модели поведения, направленные обычно на повышение их оборотоспособности. Затем обратимся непосредственно к специальному технологическому бизнес-решению (секьюритизация), в котором объединение традиционных моделей особым образом позволило привнести новое качество, повысить доверие кредиторов к праву требования, удостоверяемому ценной бумагой. Проанализируем, кроме того, основные правовые приемы, к которым прибег законодатель для нормативного оформления секьюритизации, и охарактеризуем их через призму названных выше требований по защите прав человека.

1. Имущественное право требования, как и другие объекты гражданского права, обладает специфическими объективными особенностями, которые влияют на его оборотоспособность (ликвидность), а также на способы защиты соответствующих прав и интересов в праве.

Обладая имущественной ценностью, право требования не имеет материальной формы, поэтому владение таким объектом в его классическом юридическом понимании держания едва ли возможно. В результате доказывание принадлежности права требования является более затруднительным, а следовательно, более затратным, чем доказывание титула на вещь. Менее очевидными, т. е. более затратными для доказывания, чем для вещи, являются не только принадлежность, но и характеристики (условия) права требования. Например, условия займа, закрепленные в долговой расписке, могут не соответствовать его действительным условиям при наличии встречной расписки, подтверждающей исполнение. Приобретение права требования, кроме того, в отличие от поступления в держание вещи, само по себе еще не позволяет его обладателю («владельцу») непосредственно пользоваться таким объектом. Извлечение полезных свойств из права требования (пользование) зависит от поведения иного лица — должника, который, как правило, не находится под контролем кредитора. В итоге кредитор подпадает «под власть» усмотрения и способности должника к исполнению (принудительные процедуры часто приводят лишь к дополнительным затратам).

Нельзя не упомянуть и свойства позитивные, снижающие затраты участников соответствующего оборота. В отличие от вещей риски (действительные и потенциальные расходы), связанные с «содержанием» рассматриваемой ценности, обычно существенно ниже, чем риски (расходы) по содержанию сравнимых по стоимости

вещей. Имущественное право требования имеет и иные объективные особенности, влияющие на его действительность и исполнимость, а в конечном счете, на оборотоспособность.

Оборот того или иного объекта во многом зависит от доверия потенциального приобретателя (нового кредитора) к способности удовлетворить посредством такого объекта свои потребности (интересы), в рассматриваемом случае — имущественные, т. е. от субъективной оценки приобретателем рисков, возникающих при приобретении объекта, его содержании (сохранении), пользовании и распоряжении. Оборот частноправовых объектов может иметь и публичное значение. Для имущественного права требования публичное значение (интерес) может варьироваться от почти полного ограничения (например, в советский период для борьбы с нетрудовыми доходами) до максимальной либерализации в эпоху рыночной экономики. Например, согласно теории рыночной экономики, поддерживаемой публичной властью, на финансовом рынке расходы на привлечение денежных средств могут снижаться при поддержании конкуренции между различными источниками финансирования: заимствование у банков, кредитных организаций, за счет размещения ценных бумаг, лизинговых операций, авансовых платежей за поставку продукции и т. д. Чем больше и разнообразнее такие источники, тем дешевле получаемые из них финансовые ресурсы, тем больше возможностей для экономического развития общества.

2. Праву известны многочисленные институты, призванные укрепить доверие потенциальных кредиторов к «ценности» права требования посредством минимизации риска негативных для кредитора последствий (снижение действительных и потенциальных расходов), а также способствовать установлению баланса между публичными и частными интересами. Такие институты являются, по сути, закреплением в праве экономических и организационных решений, направленных, в конечном счете, на укрепление эффективности взаимодействия между участниками различных отношений за счет наиболее полного удовлетворения их интересов и справедливого распределения соответствующих рисков. Повышение доверия происходит в основном по двум направлениям. Это, во-первых, институты, способствующие компенсации действительных убытков и вреда (обеспечительные меры и т. п.); во-вторых, это институты, наделяющие заинтересованных субъектов дополнительными мерами контроля (влияния) на динамику соответствующих отношений.

Например, для выплаты разного рода компенсаций могут аккумулироваться средства в формируемых и обособляемых фондах, имущественных комплексах — резервных, страховых и т. п. В свою очередь, сообщение (раскрытие) информации о деятельности должника предоставляет кредитору возможность точнее оценить соответствующие риски, повлиять на их проявление. Диверсификация деятельности между несколькими лицами («разделение властей») приводит к децентрализации управленческой власти, а следовательно, понижает риск злоупотреблений. Требование к профессиональности деятельности (например, аудитор, арбитражный управляющий, квалифицированный инвестор и т. д.) снижает риск ошибки. Требование о коллективном принятии решения способствует обмену информацией между всеми заинтересованными лицами, выработке компромисса. Ведение централизованного и (или) встречного учета в дополнение к учету, осуществляемому локально, позволяет укрепить достоверность соответствующей информации. Концентрация деятельности, ее специализация ограждают такую деятельность от убытков и расходов, с ней не связанных, и т. д.

3. Институт секьюритизации сочетает в себе разнообразные экономические, организационные и правовые решения и в этом смысле может быть отнесен к комплексному институту коммерческого законодательства. Отдельные элементы данной конструкции могут быть обнаружены и во многих институтах с вековой историей (обособление имущества, залог, разделение полномочий по принятию управленческих решений, ценные бумаги и др.). Впервые секьюритизация в современном ее понимании стала применяться в США,² получив вскоре широкое распространение и приобретая свои видовые особенности на европейском континенте.

Комплексный характер секьюритизации, причины ее эффективности получили широкое освещение в зарубежной и отечественной литературе, стали предметом исследования различного рода международных организаций, отражены в специальных законодательных актах ряда государств. Вниманием этот институт явно не обделен.³

Основная экономическая задача секьюритизации — это привлечение дополнительных финансовых ресурсов за счет использования специфической системы отношений между различными заинтересованными лицами, а также совокупности ряда нетрадиционных правовых решений. Иными словами, секьюритизация представляет собой технологическое, организационное решение (бизнес-процессы), укрепленное правом. В результате увеличения денежной массы снижается стоимость денег, используемых в последующем для кредитования: предложение (кредитные средства) приближается к спросу (потребность бизнеса в финансировании). «Изюминкой» данной конструкции является использование в качестве обеспечения относительно мало ликвидного актива — прав требования. Так, банк или иное лицо, выдав кредит (в широком смысле этого слова), извлекает средства для его рефинансирования (возврата), по сути, из самого кредита — возникшего по нему права требования. Бизнес-сообществу известны аналогичные, но более простые обеспечительные технологии, имеющие целью повышение доверия к праву требования: обеспечительный факторинг, закладная, облигация с обеспечением, лизинг и др.

Технологическое новаторство секьюритизации заключается в следующем. Опорой данной конструкции выступает имущественный комплекс (фонд, пул), включающий в себя преимущественно разнообразные права требования. Будучи объединенными с другими активами, такие права получают дополнительную ликвидность, обеспечительную силу, они могут «приносить деньги». Объединение имущества и создание имущественных комплексов с целью получения синергетического эффекта использовалось и ранее, однако в рассматриваемом случае такой эффект повышается за счет придания совокупности активов еще большей стабильности, так сказать, их выживаемости.

² Это мнение является доминирующим, хотя, вспоминая историю образования американского общества, нетрудно принять утверждение о том, что первые модели секьюритизации были привнесены европейцами — голландцами еще в XVIII в. (см.: *Frehen R., Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G. Dutch Securities for American Land Speculation in the Late-Eighteenth Century*. Доступно: www.ssrn.com).

³ Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков / пер. с нем. М., 2006; Роббе Ж. Ж. де Вриз, Али П. Секьюритизация и право / пер. с англ. М., 2008; Ем В. С. Правовые проблемы организации рынка ипотечного кредитования в России. М., 1999; Селивановский А. С. Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. 2005. № 8–9.

Консолидированный и «усиленный» актив используется в качестве обеспечения по обязательствам, удостоверяемым эмиссионными и инвестиционными ценными бумагами (облигации, инвестиционные паи и др.). Вероятность возврата и доходности средств, вложенных в приобретение размещаемых среди множества лиц ценных бумаг, повышается (за ними «стоит» прочный актив). В результате возрастают и привлекательность таких ценных бумаг, их оборот, а следовательно, и возможность при их обороте привлечения денежных средств.

Полученные от размещения ценных бумаг средства направляются на «обслуживание» актива — поддержание его стабильности, приобретение у кредиторов новых прав требования, получение по ним взысканий и др. Именно ценные бумаги, известные в американском праве как «секьюрити», дали название и всей технологии — секьюритизация, т. е. формирование особого имущественного комплекса за счет объединения в нем преимущественно прав требования с последующим использованием такого консолидированного актива в качестве обеспечения исполнения обязательств, удостоверенных ценными бумагами, размещаемых среди множества лиц с целью привлечения денежных средств. Проще говоря, это комплекс мер и правовых институтов по повышению ликвидности прав требования за счет формирования и обслуживания (управления) особого имущественного комплекса и эмиссии связанных с ним ценных бумаг с целью привлечения дополнительных денежных средств.

4. Как и всякое сложно организованное явление, секьюритизация имеет множество разновидностей. Наиболее распространенным для специальной литературы является выделение классической секьюритизации на основе действительной продажи, синтетической и секьюритизации бизнеса. Для первой группы характерна продажа кредитором обособляемых активов специально созданному юридическому лицу (*special purpose vehicle (entity)* — SPV(E), часто называемое в отечественной литературе «СпецЮрЛицо»), которое в свою очередь извлекает средства для финансирования покупки путем размещения ценных бумаг, а также получения в качестве нового кредитора выплат по входящим в актив правам требования. Продавцом таких активов выступает, как правило, банк, называемый оригинатором (*originator*).

При синтетической секьюритизации активы обычно остаются на балансе оригинатора, SPV не продаются, хотя они и обособляются для выполнения обеспечительной функции. При этом оригинатор самостоятельно выпускает ценные бумаги, синтезируя их с выпуском различных деривативов (кредитный дефолтный своп и др.). Со СпецЮрЛицом может заключаться деривативный договор. Положительной характеристикой такой операции, проводимой в основном крупными финансовыми организациями, является ее меньшая затратность для оригинатора, поскольку, в частности, отсутствует необходимость снижения стоимости актива для ее продажи SPV.

Модель секьюритизации бизнеса (корпоративная) предполагает использование в качестве обеспечения активов, остающихся на балансе оригинатора и генерирующих денежные потоки (например, прибыльное производство), а также запасы. СпецЮрЛицо, эмитирующее ценные бумаги, предоставляет оригинатору кредит, обеспеченный указанными активами.

Кроме того, различают внутреннюю секьюритизацию и внешнюю, сквозную, трансформационную, и с долговым обеспечением, трансграничную и национальную, статическую и возобновляемую, кондуктивную и автономную, а также другие.

5. О необходимости создания инфраструктуры секьюритизации в России не раз говорилось в различных нормативных документах.⁴

Всесторонний анализ юридических препятствий для ее внедрения, а также основных способов их преодоления содержится в ряде исследований, проведенных зарубежными и отечественными экспертами. Подготовленные отчеты касаются как положений, общих для любого правопорядка⁵, так и особенных положений, характерных для России.⁶ Среди основных выявленных специалистами препятствий, в частности, называются следующие.

Формирование имущественного комплекса затруднено консервативным регулированием отношений, возникающих при обороте прав требования: проблема уступки будущих прав⁷ (например, прогнозируемой абонентской платы за пользование телефонами, электричеством, по получению дивидендов и т. д.), уступки части права или совокупности прав требования, возникших по разным основаниям («оптом»), или уступка права без перевода долга,⁸ противоречивая судебная практика по квалификации уступки прав как мнимой сделки, в случае уступки по цене с дисконтом и т. п.,⁹ ограничение вида прав, которые могут быть уступлены (по банковским картам, лизинговым договорам и др.), защита персональных данных и банковской тайны при уступке, значение личности кредитора для их сохранения, требование об уведомлении должника об уступке, договорный запрет на уступку, государственная регистрация уступки по некоторым видам прав.

Обособление актива и поддержание его ликвидности (стабильности) затруднено в ситуациях банкротства и оригинатора, и СпецЮрЛица: возможность добровольной ликвидации правообладателя актива, оспаривание сделок по формированию актива со ссылкой на их подозрительность, включение актива в конкурсную массу соответствующего несостоятельного лица, возникновение несостоятельности

⁴ Например, Постановление Правительства РФ от 11 января 2000 г. № 28 «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации» (нормативные акты, указанные в статье, размещены в СПС «КонсультантПлюс»).

⁵ *European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG). Legal obstacles to cross-border securitization in EU.* Доклад от 7 мая 2007 г. «Правовые препятствия для трансграничной секьюритизации в ЕС» // www.efmlg.org; Отчет ЮНИСИТРАЛ. Сравнение и анализ основных положений международных инструментов, касающихся обеспеченных сделок. 8 апреля 2011 г.

⁶ *Securitisation in Russia. Ways to expand markets and reduce borrowing costs.* Position Paper of the International Financial Corporation's. Technical Working Group on Securitization, 2005 // www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/Content/CIS+Country+Sector+Reviews; на русском языке см.: http://fregat51.narod.ru/Ways_development_market_depreciation_loans.html; Аналитический доклад СРО НФА «Секьюритизация активов в России» // www.russiansecuritisation.ru; Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г., утверждена Распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р; см. также: *Информационно-аналитический обзор «О состоянии и тенденциях развития рынка ценных бумаг в государствах — участниках СНГ».*

⁷ *Постановления Президиума ВАС РФ от 29 декабря 1998 г. № 1676/98, от 29 марта 2002 г. № 9434/01.* — Для сравнения: *Информационное письмо ВАС РФ от 30 октября 2007 г. № 120 «Обзор практики применения арбитражными судами положений главы 24 Гражданского кодекса Российской Федерации».*

⁸ *Постановления Президиума ВАС РФ от 30 июля 1996 г. № 1136/96; от 27 мая 1997 г. № 584/97; от 25 ноября 1997 г. № 2233/97; от 30 июня 1998 г. № 955/98; от 16 августа 1998 г. № 7846/97.*

⁹ *Постановление Президиума ВАС РФ от 6 марта 2001 г. № 1325/00; постановление ФАС ЦО от 20 февраля 2002 г. по делу № А14-7090-01/256/21; постановление ФАС ВВО от 28 июня 2004 г. по делу № А43-12426/2003-17-390 и др.*

в результате деятельности, не связанной с секьюритизацией, правила учета и оценки стоимости активов, их «качества».

Реализация обеспечительной функции, установление правовой связи между владельцем обеспечиваемого актива и владельцами ценных бумаг: запрет залога денежных средств,¹⁰ ограничение по залому будущих прав требования, затратность процедуры обращения взыскания на заложенное имущество.

Гарантии доходности ценных бумаг: право требовать выплаты процента, приоритетность получения доходности в зависимости от очередности приобретения ценных бумаг, индивидуализация выплат из средств, привлекаемых СпецЮрЛицом.

Статус СпецЮрЛица: организационно-правовая форма должна позволять привлекать дополнительные средства от участников, ограничивая при этом права последних, специальная правосубъектность должна способствовать снижению риска банкротства, особенности корпоративного управления, лицензирование деятельности финансового агента при факторинге затрудняет оборот прав.

Основные инструменты по преодолению указанных, а также некоторых иных правовых и организационных препятствий для развития секьюритизации в России были обозначены в Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации.

6. Ориентиром для заимствования готовых и оправдавших себя экономических и организационных решений стал зарубежный опыт, который необходимо было «расписать» среди институтов российского права.

Среди актов международного права следует назвать Конвенцию ООН «Об уступке дебиторской задолженности в международной торговле» 2001 г., в которой активно проводится идея либерализации оборота прав требования (уступка будущих прав, оптовая уступка, концепция «действительной продажи», определение применимого права и др.). Важное значение имеют директивы ЕС,¹¹ а также нормативы и рекомендации, разрабатываемые международными специализированными организациями.¹² Так, документы в сфере банковского надзора, известные как «Базель I» и «Базель II», содержат положения по оценке «качества» секьюритизированных активов банка.

¹⁰ Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 15 января 1998 г. № 26 «Обзор практики рассмотрения споров, связанных с применением арбитражными судами норм Гражданского кодекса Российской Федерации о залоге».

¹¹ Директивы Европейского парламента и Совета ЕС от 6 июня 2002 г. № 2002/47/ЕС «О соглашениях финансового обеспечения»; от 21 апреля 2004 г. № 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов».

¹² IOSCO. Committee Report. October 2010. Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets; Consultation Report. Board of IOSCO. June 2012. Global Developments in Securitization Regulation // www.iosco.org; Joint Forum Report on asset securitization incentives, July 2011 // www.bis.org/publ/joint26.pdf; OECD Outlook for the Securitization Market (Blommestein et al) — Financial Market Trends No. 100 Vol. 2011/1 // www.oecd.org/dataoecd/36/44/48620405.pdf; Основные принципы законодательства об обеспеченных сделках ЕБПП. 1997 г.; Модельный закон об обеспеченных сделках, подготовленный экспертами ЕБПП. Model Law on Secured Transactions. EBRD. 2004 // www.ebrd.com/country/sector/law/st/core/model/core.ru.pdf. — См. также: Унифицированный закон о структурировании рынка ценных бумаг, подготовленный в 1997 г. Организацией по унификации коммерческого права в Африке // www.ohada.com/textes.php?categorie=458; Руководство ЮНСИТРАЛ для законодательных органов по обеспеченным сделкам. 2007, рекомендовано Резолюцией Генеральной Ассамблеи ООН № 63/121 от 11 декабря 2008 г.

Потребность в рефинансировании ипотечных кредитов стала одним из побуждающих мотивов для развития секьюритизации, реализованной в двух основных системах (бизнес-моделях). Это одно- и двухуровневые системы, соответственно, германская (франко-скандинавская) и американская, которые легли в основу дальнейшего развития технологии секьюритизации иных прав требования. В первом случае учреждение, чаще всего банк, выдавшее ипотечные кредиты, самостоятельно привлекает дополнительные средства либо через проведение различного рода заемных операций (размещение облигаций, целевые кредиты и т. д.), либо из иных источников (например, вклады учредителей, субсидии государства, доход от иных операций).

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

Активов банка для расчетов по привлеченным им кредитам должно быть достаточно даже в случае наступления дефолта по его дебиторским обязательствам, например, если все должники банка не способны исполнить свои обязательства. Такими активами располагают в основном крупные финансовые учреждения, обладающие значительными активами. Альтернативой крупным учреждениям при одноуровневой системе являются разного рода организации, привлекающие средства от своих участников и предоставляющие последним кредиты за счет вкладов и доходов по кредитам.

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

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

Во-первых, исполнение по заемным обязательствам такой организации полностью или частично обеспечивается государством. Во-вторых, агент — посредник обеспечивает исполнение своих заемных обязательств имущественным комплексом, создаваемым не одним, а совместно несколькими ипотечными банками. В составе такого комплекса (пула) объединяются права требования нескольких залогодержателей по ипотеке, а также иные активы. Кроме того, повышению доверия заимодавцев к деятельности посредника — агента способствует и его ограниченная правоспособность. Такая организация вправе заниматься только деятельностью,

связанной с рефинансированием ипотечных кредитов. Поэтому, в отличие от банков, она не подвержена риску неплатежеспособности, возникшей в результате иных видов деятельности.

В США для указанных целей были созданы Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association «Fannie Mae», FNMA, «Фэнни мэй»), Корпорация жилищного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation «Freddie Mac», FHLMC, «Фрэдди мак») и Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association «Ginnie Mae», GNMA, «Джинни мэй»). Корпорации были образованы в форме публичной компании (открытое акционерное общество), в период последнего финансового кризиса они получали значительную финансовую поддержку от государства, однако в последующем было принято решение об их ликвидации, в частности, с целью поддержания конкуренции на рынке услуг по рефинансированию. Американская система, вероятно, достигла своего апогея в либерализации оборота прав требования, в котором выстраивались многоуровневые пирамиды «прав на права». В определенный момент количество перешло в новое качество — неустойчивость системы, образование «мыльного пузыря», приведшего к очередному финансовому кризису. Достигнутая доступность кредитных средств стала неоправданной по отношению к способности заемщиков к их возврату. Маятник качнулся в обратную сторону — от максимальной либерализации к многочисленным ограничениям, направленным на раскрытие достоверной информации, регламентацию деятельности профессиональных участников, оценку «качества» активов и др.

Что же касается законодательного оформления секьюритизации, то в мировой практике существуют две основные модели — принятие специального закона и формирование совокупности норм, помещенных в различные законы. К первой группе относятся такие европейские государства, как Италия, Испания, Португалия, Греция, Люксембург¹³ и др.¹⁴ Интересен и опыт государств — бывших республик СССР, аккумулирующих в своем праве рекомендации зарубежных специалистов. Так, согласно ст. 1 Закона Республики Казахстан от 20 февраля 2006 г. № 126-III «О секьюритизации» под секьюритизацией понимается «финансирование под уступку денежного требования путем выпуска облигаций, обеспеченных выделенными активами». Специальный закон «О секьюритизации активов и ценных бумаг, обеспеченных активами», принятый 26 мая 2008 г. в Республике Армения, предусматривает, в частности, государственную регистрацию фондов (имущественных комплексов) секьюритизации.

В 2009 г. в Государственную Думу РФ было внесено три законопроекта, сочетающих в себе как регулирование в специальном законе, так и внесение изменений в отдельные законодательные акты (№ 182171-5, 182172-5, № 249606-5).

В законопроекте «О секьюритизации» понятие рассматриваемого института предлагалось сформулировать через деятельность по управлению рисками: это «действия, направленные на *принятие прямо или опосредованно рисков*, связанных с правами требования, иными активами, деятельностью (видами деятельности)

¹³ Туктаров Ю. Е., Батуева А. Д. Закон Люксембурга о секьюритизации: основные положения // Вестник гражданского права. 2009. № 1.

¹⁴ www.atpfinance.com/userfiles/files/European_securitisation_laws.pdf.

третьих лиц и выпуском ценных бумаг, стоимость и доходность которых зависят от указанных рисков».¹⁵

7. Одним из первых приближений к модели секьюритизации в России стал Федеральный закон от 11 октября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», в соответствии с которым выпуск ценных бумаг осуществляется «для привлечения денежных средств и иного имущества... в целях их объединения и последующего инвестирования» (ст. 1). Закон предусмотрел все основные элементы секьюритизации — обособленный имущественный комплекс (инвестиционный фонд), специальный субъект, им управляющий (акционерный инвестиционный фонд, доверительный управляющий), права владельцев ценных бумаг (ипотечный пай, акции), обеспеченные активом.

Двумя годами позже модель секьюритизации была распространена на права требования по ипотечным кредитам с принятием Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ипотечных ценных бумагах).¹⁶ Закон объединил американский и европейский подходы, также прибегнув к основным элементам секьюритизации (особый актив — «ипотечное покрытие», СпецЮрЛицо — ипотечный агент, учреждаемый в форме открытого акционерного общества со специальной правосубъектностью, выпуск ценных бумаг, обеспеченных активом, — ипотечный сертификат участия, удостоверяющий право долевой собственности и облигации с ипотечным покрытием, обеспеченные залогом актива, и др.). Данный закон установил и правило о субординации (последовательности) выплат по облигациям разных выпусков (п. 3 ст. 16.2). Между тем оба закона были ориентированы лишь на ограниченные виды прав требования — ипотечные кредиты, и они не снимали многих общих препятствий, связанных с их оборотом и обеспечением (будущие права, действительность требования, залог денежных средств и др.).

Заметим, что отдельные решения по либерализации оборота прав требования, обособлению имущества и т. п. предпринимались и ранее. Например, предтечей секьюритизации можно считать введение в оборот закладных, удостоверяющих, в частности, ипотечное обеспечение права требования по кредитному договору. С передачей права на закладную (на обеспечение) переходят соответствующие права требования по основному договору.¹⁷ Аналогичное решение, но в обратную сторону — от права требования к обеспечению — предусмотрено для облигации с залоговым обеспечением. Переход прав на такую бумагу влечет переход прав и по удостоверяемому ею основному обязательству, и по аксессуарному — залоговому (ст. 27.2, 27.3 Закона о рынке ценных бумаг). Возможность уступки будущего права прямо предусмотрена в ст. 826 ГК РФ для договора финансирования под уступку денежного требования (факторинг).

8. 2013 г. ознаменован новым скачком в регулировании секьюритизации. Специальный закон не прошел, но приняты четыре многостраничных закона, которые во многом упразднили указанные выше законодательные препятствия, восприняв зарубежный опыт. Охарактеризуем кратко основные положения этих законов.

¹⁵ www.duma.gov.ru/systems/law.

¹⁶ См. также: Федеральный закон от 20 августа 2004 г. № 117-ФЗ «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих».

¹⁷ Федеральный закон от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

Во-первых, в ГК РФ были уточнены положения, касающиеся бездокументарных ценных бумаг.¹⁸ Последние определены как особое право (а не документ), «закрепленное в решении о выпуске или ином акте» эмитента (ч. 2 п. 1 ст. 142). Если содержание права устанавливается в указанных документах, то их принадлежность определяется на основе учетных записей регистратора (ч. 2 п. 1 ст. 149). Таким образом, устранены ранее существовавшие противоречия между ГК РФ и Законом о рынке ценных бумаг относительно природы «бездокументарных документов». Муки судебной практики и доктрины, вызванные спорами о допустимости применения по аналогии института виндикации для защиты прав владельца бездокументарной ценной бумаги, должны быть прекращены в результате введения в ГК РФ специального регулирования отношений по защите прав правообладателей (ст. 149.3). Важными являются положения, касающиеся последствий истребования бездокументарных ценных бумаг, последствий утраты учетных записей. Представляется, что в современном регулировании для бездокументарных ценных бумаг связь между «правом на бумагу» и «правом из бумаги», известная в теории как признак конститутивности, существенно ослаблена. Значение легитимации посредством обращения к учетным записям для выявления правообладателя по-прежнему сохранено, хотя и последовательно снижается. На уровень ГК РФ возведено правило о солидарной ответственности эмитента и лица, осуществляющего по его поручению учет прав, за убытки, причиненные нарушением правил учета (п. 4 ст. 149).

Во-вторых,¹⁹ введен (а) институт общего собрания владельцев облигаций и их представителя; (б) установлены многочисленные льготные правила, касающиеся оборота облигаций и осуществления прав по ним.

В-третьих, разработаны многочисленные новеллы в законодательстве о залоге и о замене лица в обязательстве.²⁰ Приведем для иллюстрации лишь некоторые положения — наиболее новаторские для традиционного представления об этих институтах и имеющие наибольшее значение для развития секьюритизации. Например, законом раскрываются такие институты, как (а) залог прав по договору банковского счета; залог (б) ценных бумаг, (в) прав участников юридических лиц, (г) будущего права, в том числе из будущего обязательства, (д) прав в совокупности («оптом»); (е) существенно смягчается необходимость государственной регистрации договора ипотеки; (ж) предмет залога не будет нуждаться в строгой идентификации — он может быть определен путем указания на обеспечение всех существующих или будущих обязательств должника в пределах определенной суммы, указанием на залог всего имущества залогодателя или определенной части его имущества либо на залог определенного рода или вида, а также иным способом, позволяющим идентифицировать имущество на момент взыскания; (з) уточняются отношения между созалогодержателями, (и) уточняется старшинство залогов; (к) допускается заключение договора управления залогом; (л) устанавливается дополнительное основание

¹⁸ *Федеральный закон от 2 июля 2013 г. № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации».*

¹⁹ *Федеральный закон от 23 июля 2013 г. № 210-ФЗ (ред. от 21 июля 2014 г.) «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации».*

²⁰ *Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 367-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского Кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации».*

прекращения залога — если соответствующее имущество приобретено лицом, которое не знало или не должно было знать о залоге; (м) упрощается процедура обращения взыскания на заложенное имущество; (н) предусматривается поддержание реестра залога права на недвижимое имущество.

В отношении замены лица в обязательстве вводится (а) общее правило о действительности уступки даже в случае, если договором предусмотрен ее запрет; (б) о солидарной ответственности первоначального кредитора и нового кредитора за убытки, причиненные должнику в результате уступки без согласия должника; (в) о недопустимости перехода в силу закона только таких прав, которые неразрывно связаны с личностью кредитора; (г) о переходе права требования по денежному обязательству в части; (д) об уступке будущего требования, если сделка связана с осуществлением ее сторонами предпринимательской деятельности; (е) о передаче договора и др.

В-четвертых,²¹ устанавливаются дополнительные требования (а) к раскрытию информации об уступке, осуществляемой кредитными организациями, (б) к условиям ведения реестра уведомлений о залоге движимого имущества, в том числе по облигациям, обеспеченным залогом; (в) предусматривается создание единой информационной системы нотариата с обеспечением к ней свободного доступа; (г) регламентируется совершение нотариальных действий в электронной форме, в том числе относительно удостоверения равнозначности электронного документа документу на бумажном носителе.

Кроме того, (д) закреплены институты договора номинального счета и договора счета эскроу. Несомненный интерес представляют и (е) положения о специализированном обществе и его видах, сформированном во многом по модели СпецЮрЛица (специальная правосубъектность, особенности управления, процедуры банкротства и др.), а также положения, (ж) направленные на раскрытие информации номинальным держателем ценных бумаг, (з) о профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, связанной с ведением индивидуальных инвестиционных счетов — счетов внутреннего учета, (и) об упрощении требований в отношении эмиссии и оборота облигаций с залоговым обеспечением, дополнительных мерах по защите их прав (регулирование деятельности представителя владельцев облигаций и др.), (к) об установлении очередности выплат по облигациям, (л) о Едином федеральном реестре сведений о банкротстве и учете в нем требований владельцев облигаций.

Указанные меры должны рассматриваться в совокупности с иными изменениями, принятыми в предшествующие годы и также во многом направленными на создание законодательных условий для оптимизации оборота прав требования (в части регулирования деятельности регистратора и номинального держателя, выплаты доходов по ценным бумагам, смягчения требований к государственной регистрации выпуска облигаций, раскрытию информации²² и др.).

Нормативное стимулирование применения конструкции секьюритизации, безусловно, имеет публичное значение, поскольку она призвана ввести в оборот дополнительные денежные средства, что, в свою очередь, может повлиять на снижение

²¹ Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

²² Федеральные законы от 21 ноября 2011 г. № 327-ФЗ, от 7 декабря 2011 г. № 415-ФЗ, от 29 декабря 2012 г. № 282-ФЗ и др.

стоимости заемных средств. Законодательное оформление способствует повышению правовой определенности у лиц, вовлеченных в процесс секьюритизации. Что же касается требования о пропорциональности, то его соблюдение должно достигаться за счет установления обязанности заинтересованных лиц по обмену полной, достоверной и своевременной информацией на всех этапах секьюритизации. Представляется, что дальнейшие усилия по внедрению секьюритизации законодателю следует сконцентрировать в этом направлении.

Статья поступила в редакцию 3 июня 2014 г.