

А. В. Смелянец\*

## ОТДЕЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ УСТУПКИ И ЗАЛОГА ПРАВ В РАМКАХ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

1. В сфере международных финансов секьюритизация стала активно использоваться и была признана важной финансовой техникой с 1970-х годов. В большинстве развитых стран (США, Германия и др.) и в некоторых развивающихся государствах секьюритизация используется для привлечения финансов и хеджирования (защиты от кредитных рисков), сообразно чему в настоящее время выделяют два типа секьюритизации: традиционную (цель — получение финансирования) и синтетическую (цель — хеджирование кредитных рисков).

За последние 5–7 лет секьюритизация в России перестала быть новым и неизученным явлением. Однако объемы сделок секьюритизации (как в рамках рефинансирования ипотечных кредитов, проводимого ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), так и в рамках секьюритизации иных банковских активов) все же не позволяют говорить об успешном внедрении ее в российскую банковскую систему, а темпы роста количества сделок секьюритизации свидетельствуют о наличии ряда проблем, препятствующих тому, чтобы данная техника рефинансирования заработала в России в полную силу.

Субъекты рынка секьюритизации традиционно говорят о целом ряде правовых (доктринальных) и законодательных особенностей, тормозящих развитие секьюритизации в России. Многие из этих особенностей освещены более или менее подробно в «Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации» (далее — Концепция).<sup>1</sup>

Среди обширного перечня (невозможность уступки прав требования, если условиями договора такая уступка запрещена; запрет уступки требований без уведомления должника, когда такое уведомление требуется в соответствии с законом или договором; проблематичность «транширования» уступаемых требований (риск признания сделки недействительной в случае банкротства эмитента ценных бумаг, за исключением ипотечных); концепция «действительной продажи» прав требования; проблемы особенностей организационно-правовой формы эмитента (покупателя пула прав требования); возможность раздельного учета активов, входящих в покрытие по ценным бумагам, и иных активов, не являющихся имуществом депозитария; режим банковской тайны; проблемы секьюритизации потребительских и иных кредитов; и т. д.) отдельно стоит выделить целый ряд проблем, сопряженный с особенностями правового регулирования уступки и залога прав (требований). К последним, в частности, относятся:

---

\* Смелянец Алёна Валерьевна, аспирантка кафедры коммерческого права юридического факультета СПбГУ.

© А. В. Смелянец, 2010

E-mail: asmelyanets@gmail.com

<sup>1</sup> Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации (одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 07.10.2009).

- невозможность уступки прав (требований), которые не могут быть индивидуализированы на момент их уступки;
- невозможность уступки прав (требований) в отношении еще не существующего права, которое не оспаривается и не обусловлено встречными предложениями (сейчас возможна уступка будущих прав (требований) только в рамках факторинга);
- природа и объем правомочий залогодержателя при залоге прав (требований) для обеспечения исполнения обязательств по ценным бумагам;
- проблематичность залога совокупности прав (требований) в рамках одного договора о залоге.

Указанные проблемы тем более не могут быть оставлены без разрешения, поскольку они напрямую влияют на достижение основной цели сделки классической секьюритизации: рефинансирование за счет придания оборотоспособности имуществу, которое для кредитора (а в глобальном плане и для экономики) является «неработающим» активом до тех пор, пока не начнет приносить доход.

На заре секьюритизации идея «заключения» неликвидных (или низколиквидных), но многочисленных (в настоящее время имущественные права (требования) во много раз превышают по объему и распространению другие виды имущества, в том числе движимые и недвижимые вещи) активов в форму исключительно оборотоспособных ценных бумаг стала революционной финансовой инновацией. Однако для практической реализации идеи необходимо было отделить риски лица, передающего активы, от самих активов, в противном случае ценные бумаги становились инвестиционно непривлекательными и, цель сделки — получение финансирования (рефинансирование) на рынке ценных бумаг — не достигалась. В российском правовом поле помимо рисков (в том числе правовых), присущих цеденту, на инвестиционную привлекательность механизма секьюритизации влияют и правовые риски, сопряженные с регулированием уступки и залога прав (требований).

В Концепции отмечается: «В рамках российского законодательства, без существенных юридических рисков, можно секьюритизировать только права (требования) по ипотечным кредитам. Секьюритизация иных финансовых активов — прав требования по потребительским кредитам, банковским картам, лизинговым договорам, прав требования в отношении будущих прогнозируемых платежей (абонентской платы за пользование телефонами, электричеством, дорожных платежей, иных обязательных платежей и т. д.) либо невозможна, либо связана с серьезными юридическими рисками», а большинство проблем «может быть решено в рамках совершенствования общих положений о замене стороны в обязательстве — об уступке прав по будущим обязательствам, об оптовой уступке, об ответственности цедента за действительность уступленного требования и т. д.». Основные причины такой ситуации — наличие нового специального закона в сфере ипотечной секьюритизации<sup>2</sup> и полное отсутствие не только специального законодательства, но и отвечающих последним требованиям финансово-экономической сферы изменений Гражданского кодекса РФ (далее — ГК).<sup>3</sup>

<sup>2</sup> *Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»* (с изм. от 29 декабря 2004 г., 27 июля 2006 г., 9 марта 2010 г.) // *Российская газета*. 2003. 18 ноября; 2004. 30 дек.; 2006. 29 июля; 2010. 12 марта.

<sup>3</sup> *Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)* (с изм. на 27 декабря 2009 г.) // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301; Ст. 3302.

2. В качестве одной из проблем правового регулирования секьюритизации в России следует рассмотреть уступку неиндивидуализированных и будущих прав (требований) для целей сделок секьюритизации.

Во многих правовых системах уступка совокупности неиндивидуализированных требований не имеет юридической силы. В основе этого лежит признаваемый в доктрине гражданского права принцип специальности,<sup>4</sup> согласно которому нельзя распоряжаться тем, что невозможно индивидуализировать. Данный принцип, разработанный сначала в сфере права собственности и вещного права, впоследствии был распространен и на права требования. Его действие на практике имеет два важных следствия. Во-первых, поскольку требование не переходит в момент заключения соглашения об уступке, возникает необходимость в еще одном специальном соглашении, непосредственно направленном на переход требования (так называемом акте уступки). Во-вторых, так как соглашение об уступке порождает только обязательство cedentа после возникновения требований их уступить, положение приобретателя с момента заключения такого соглашения и до совершения соответствующего акта остается неопределенным (если продавец откажется от уступки, то покупатель вправе требовать с него лишь взыскания убытков).

Названные ограничения в зарубежной литературе рассматриваются как факторы, которые значительно увеличивают расходы на получение финансирования. Б. Маркелл пишет, что «расходы, связанные с индивидуализацией требования с момента его возникновения, могут повлечь существенный рост общих издержек на получение кредита. В этом случае увеличивается количество административной работы, которая необходима для обеспечения действительности передачи. Это может оказаться губительным для кредита, поскольку стороны по сделке должны будут заключать новое соглашение каждый раз, когда возникает требование (совокупность требований)».<sup>5</sup> В целом такие неудобства всегда негативно сказываются на привлекательности договорных денежных требований для использования их в качестве обеспечения исполнения обязательств по кредиту.

Международные акты последних лет, такие как Конвенция ООН об уступке дебиторской задолженности в международной торговле 2001 г. (п. 1 ст. 8; далее — Конвенция ООН), Принципы УНИДРУА о международных коммерческих договорах 2003 г. (ст. 9.1.5 и 9.1.6; далее — Принципы УНИДРУА), Принципы европейского договорного права 2004 г. (ст. 11:102; далее — Европейские принципы), предусматривают механизм разрешения проблемы уступки будущих и неиндивидуализированных требований. В них закрепляется возможность уступки такого рода требований, если на момент возникновения они могут быть определены (индивидуализированы) как требования, в отношении которых совершена уступка. Примечательно, что в официальных комментариях к этим актам звучат прежде всего аргументы экономического порядка. Так, в пояснительной записке к Конвенции ООН уточняется, что подход Конвенции может быть лучше понят с точки зрения тех целей, которые она преследует, а именно обеспечить использование денежных требований для получения финансирования, которое

---

<sup>4</sup> См., напр.: Зом Р. Институции: Учебник истории и системы римского гражданского права. СПб., 1910. С. 46; Эннециерус Л. Курс германского гражданского права. Т. 1. Полутом 2. М., 1950. С. 128; Венкитерн М. Основы вещного права // Проблемы гражданского и предпринимательского права Германии. М., 2001. С. 172.

<sup>5</sup> Markell B. A. UNCITRAL's Receivables Convention: The First Step, But not The Last // 12 Duke Journal of Comparative & International Law. 2002. P. 402.

обогащает всю экономику в целом. Возможность использования денежных требований, например, в качестве обеспечения возврата кредитных средств, повышает шансы каждой организации получить кредит на более выгодных условиях, иными словами, повышает доступность кредита. В такой ситуации цедент сможет увеличить объемы своего бизнеса. Одновременно это ведет к созданию лучших условий для покупателей/должников, у которых в этом случае появится возможность купить больше товаров или услуг, что, скорее всего, благотворно скажется на всей международной торговле. Аналогичные аргументы содержатся в Европейских принципах: «Коммерческая важность использования денежных требований для получения финансовых средств и практическая невозможность выполнения установки о том, чтобы право требования было определено индивидуально или определимо в момент уступки, привели к широкому признанию уступок будущих требований без необходимости совершения цедентом какого-либо нового акта передачи после возникновения требования».<sup>6</sup>

Отмена ограничений на уступку будущих и неиндивидуализированных требований не осталась без обоснованного догматического истолкования. Например, в Европейских принципах указывается, что требования не могут перейти к цессионарию, пока они не возникли, но как только они были созданы, уступка начинает действовать с момента заключения соглашения об уступке.

В российском праве с уступкой требований возникло много проблем. В целях создания условий для эффективной секьюритизации крайне важным является сокращение издержек, возникающих при ее осуществлении. На примере уступки требований видно, что для достижения этой цели приходится применять специальные юридические приемы, в частности, использовать такую правовую фикцию, как ретроспективное действие уступки.

Разработчики Концепции предлагают дополнить ГК положениями о возможности уступки будущих прав (т. е. прав, не возникших на момент совершения соглашения между первоначальным и новым кредиторами о передаче права), указывая в качестве примера рассмотренные выше международно-правовые акты. Однако не до конца ясно осторожное предложение разработчиков Концепции: «Возможно, следует ограничить возможность уступки будущих прав только сферой предпринимательских отношений». С одной стороны, очевидно, что такой способ рефинансирования, как секьюритизация, актуален именно для крупных субъектов права в предпринимательской сфере, поскольку оборот между гражданами пока не достиг (и вряд ли достигнет) такого уровня, при котором большую (или хотя существенную) часть активов физического лица составляли бы права (требования) к другим лицам, тем более будущие. С этой точки зрения представляется, что предложение разработчиков Концепции должно звучать более категорично, ведь исключительно в сфере предпринимательских отношений актуальна уступка для целей секьюритизации будущих прав (требований), в «межгражданских» же отношениях она, наоборот, может быть сопряжена с необоснованными рисками. С другой стороны, формулировка рассматриваемого предложения не исключает следующего толкования: уступка будущих прав возможна, только когда ее предметом являются права (требования) в предпринимательской сфере. С таким предложением уже нельзя согласиться. Секьюритизация ипотеки, потребительских и автомобильных кредитов, задолженности по банковским картам и т. д. на практике оказывается даже более масштабной, чем секьюритизация активов в предпринимательской сфере.

---

<sup>6</sup> Principles of European Contract Law. Oxford, 2003. P. 123.

Тем не менее следует признать, что рекомендация создания специальных норм для целенаправленного регулирования секьюритизации вполне оправданна, давно выдвинута и является наиболее логичным решением проблемы правового понимания уступки прав (требований).

3. Другой наиболее важной проблемой в сфере правового регулирования секьюритизации является залог прав (требований).

В рамках сделки секьюритизации обязательным является условие обеспеченности эмитируемых покупателем прав требований ценных бумаг соответствующими активами. При этом сам по себе институт ценной бумаги не предполагает автоматического возникновения залоговых или иных правоотношений по обеспечению исполнения обязательства из ценной бумаги (в рамках российской правовой доктрины). Когда же речь идет о секьюритизации, обеспечение исполнения по эмитируемым ценным бумагам необходимо и обязательно для повышения кредитного качества долговых бумаг и инвестиционной привлекательности. Более того, обеспечение является обязательным условием эмиссии, поскольку позволяет в значительной степени нивелировать риски, присущие эмитенту (покупателю прав (требований)) как юридическому лицу.

Таким образом, в отношении сделок секьюритизации обязательным условием является обеспечение исполнения обязательств эмитента в форме залога прав (требований) по так называемому покрытию ценных бумаг. Предметом залога в таком случае выступают сами рефинансируемые активы — права требования (обычно кредитора по кредитам).

Итак, очевидно, что понятие «обеспеченность ценной бумаги» базируется на юридической конструкции залога прав (требований), а не только на экономической необходимости идентификации источника поступлений средств для осуществления выплат инвесторам.

Какие же нормы мы увидим в российском законодательстве о залоге прав и насколько отрицательно эти нормы влияют на масштаб и темпы рецепции института секьюритизации?

Пункт 1 ст. 336 ГК устанавливает, что имущественные права могут быть предметом залога. В то же время, несмотря на предусмотренную законодателем возможность установления залога в отношении прав (требований) эмитента, например, по пулу кредитных требований, существует юридическая неопределенность в отношении *природы и объема правомочий* залогодержателя при таком залоге.

При залоге «обычного» имущества, если под таковым понимать вещи, залогодатель (который по общему правилу является непосредственным владельцем предмета залога) в силу закона обязан страховать за свой счет заложенное имущество от рисков утраты и повреждения, принимать меры, необходимые для обеспечения сохранности заложенного имущества, немедленно уведомлять залогодержателя о возникновении угрозы утраты или повреждения заложенного имущества (п. 1 ст. 343 ГК), т. е. проявлять обычную (и даже сверх того — в части страхования) для собственника заботливость о сохранности имущества под страхом ответственности перед третьим лицом (залогодержателем).

Если с таких же позиций подходить к залогу прав в рамках секьюритизации, без учета того, что для инвестора наиболее важным является именно исполнение обязательства, требования по которому являются предметом залога, то можно прийти к следующему выводу. Поскольку предмет залога остается «в ведении» залогодателя

(удобства и экономии), т. е. эмитента ценных бумаг, последний должен обеспечивать его «сохранность». Формально-юридически это означает, что эмитент должен лишь технически и организационно обеспечивать сбор и распределение поступлений от должников для последующих выплат по ценным бумагам. Проверка действительности требований к должникам происходит на стадии структурирования сделки секьюритизации и априори исключает вероятность передачи недействительных требований, следовательно, эмитенту-залогодателю нет нужды заботиться о «сохранности имущества» в части действительности требований. Зато повлиять на фактическую «сохранность» требований, а именно — на реальное погашение должниками задолженности, эмитент может, причем как прямо, так и опосредованно. Будучи полноправным кредитором по заложенным правам (требованиям) в силу произведенной уступки, эмитент имеет возможность инициировать такие изменения условий соответствующих договоров с должниками, которые де-факто впоследствии приведут к значительному уменьшению поступлений от должников, т. е. спровоцировать неплатежи по секьюритизированным требованиям.

Может ли залогодержатель-инвестор влиять каким-либо образом на подобные действия залогодателя-эмитента? Исходя из действующего законодательства, представляется, что нет. Специальных правил на сей счет нет: не ясно, кто и как может и должен определить, приведут ли определенные действия эмитента в настоящем к неплатежам по требованиям, обеспечивающим выплаты по ценным бумагам, в будущем. Законодатель не уточняет, какие могут быть установлены ограничения в отношении залогодателя при залоге прав, чтобы обеспечить «сохранность» такого имущества. Такая неопределенность на деле будет снижать инвестиционную привлекательность ценных бумаг, выпускаемых в рамках сделок секьюритизации по российскому законодательству.

Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах»<sup>7</sup> (п. 1 ст. 11) обрекает конструируемый им механизм секьюритизации ипотеки на инвестиционную «ущербность» в следующей формулировке: «Облигация с ипотечным покрытием предоставляет ее владельцу все права, возникающие из залога ипотечного покрытия». Под ипотечным покрытием, согласно ст. 3 указанного Закона, понимается *совокупность требований* по обеспеченным ипотекой договорам кредита или займа. Соответственно, владельцу облигации (эмитенту) предоставлены все права, возникающие из *залога прав (требований)*. Приведенный выше анализ *вероятных* прав залогодержателя при залоге прав (требований) свидетельствует о скудости и неоднозначности таковых.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»<sup>8</sup> обходит регулированием ценные бумаги с обеспечением в виде залога прав (требований): ст. 27.3 в качестве предмета залога по облигациям с обеспечением устанавливает возможность использования только ценных бумаг и недвижимого имущества.

Одно из предлагаемых институциональными субъектами рынка решений в отношении секьюритизации ипотеки — законодательное закрепление юридической фикции, в соответствии с которой владельцу облигации с ипотечным покрытием предоставляются права, возникающие из залога предмета обеспечения по уступленному требованию (основному обязательству), т. е. из залога ипотеки. Представляется, что такое «умножение» залогодержателей по уступленному требованию (основному обязательству)

<sup>7</sup> Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

<sup>8</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ (с изм. на 27 декабря 2009 г.) // Российская газета. 1996. 25 апр.



противоречит природе залога. Более того, оно не только не способствует реальному увеличению инвестиционной привлекательности ценных бумаг, но и снижает ее, поскольку непосредственно на инвестора ложится бремя осуществления прав залогодержателя по ипотеке (кстати, остается неясным, как будет определяться корреляция прав залогодержателя — владельца конкретной облигации конкретному имуществу по ипотеке).

Тем не менее необходимость в более четком определении природы и объема правомочий залогодержателя — владельца ценной бумаги, обеспеченной залогом прав (требований), остается. При этом нужно учитывать следующее: для обеспечения инвестиционной привлекательности ценных бумаг и реального обеспечения прав владельцев ценных бумаг необходимо предоставление им осязаемых прав, позволяющих защитить их инвестиционные интересы. Однако и излишнее обременение инвесторов правами залогодержателя с целью переложить на них исполнение этих прав не может рассматриваться как разумное решение. Возможно, наиболее целесообразно ввести правило, в соответствии с которым инвесторы получают реальные права в отношении предмета залога, однако их осуществление при наступлении условий для обращения взыскания по поручению соответствующей группы инвесторов осуществляет эмитент ценных бумаг.

4. Многие исследователи отмечают, что для развития секьюритизации в России наилучшим образом подходят нормы ГК о факторинге, поскольку в рамках российского законодательства данный договор характеризуется отдельным правовым режимом и предусматривает более благоприятный для секьюритизации механизм передачи прав (требований). Однако в настоящее время факторинг может использоваться для передачи только ограниченного количества видов прав (требований), а именно требований, возникающих из поставки товаров, выполнения работ или оказания услуг. Как указывают разработчики Концепции, «в ГК не содержится положений, отражающих особенности уступки прав по денежным обязательствам, в то время как именно эти права наиболее ликвидны, часто используются в рамках коммерческих сделок и обладают рядом особенностей, требующих отражения в нормативном регулировании (делимость, отсутствие тесной личной связи между кредитором и должником)». Поэтому в настоящее время требования по кредитам (в том числе по ипотечным и потребительским) в рамках российского законодательства не могут быть переданы в порядке факторинга, что в лучшем случае приводит к подчинению сделок секьюритизации иностранному праву, а в худшем — к торможению развития этого способа рефинансирования в нашей стране. Одним из законодательных решений проблемы могло бы стать включение в перечень активов, которые могут стать предметом факторинга, требований по разного рода кредитам. Кроме того, юридическая конструкция факторинга может быть успешно использована и в контексте секьюритизации будущих поступлений, т. е. уступки будущих прав, поскольку уже сейчас признает возможность такой уступки.

Тем не менее нормы ГК о факторинге еще должны быть усовершенствованы. По крайней мере, до принятия специального закона о секьюритизации либо серьезного изменения общих положений ГК об обязательствах первым шагом на пути развития института секьюритизации в России могло бы стать именно совершенствование главы 43 ГК с целью максимального приближения содержания правовых норм к экономическим целям сделок секьюритизации.