



**ДРАГУНОВ
ВЛАДИМИР ВЛАДИМИРОВИЧ**

партнер юридической фирмы
Baker & McKenzie

ДОГОВОРНАЯ БАЗА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ



**СЕЛИВАНОВСКИЙ
АНТОН СЕРГЕЕВИЧ**

старший юрист юридической
фирмы Baker & McKenzie,
кандидат юридических наук

Статья посвящена процедуре юридической подготовки к секьюритизации: структурированию сделок, разработке договоров и подготовке инфраструктуры для последующего взаимодействия сторон.

Подготовка сделки секьюритизации состоит из двух важных стадий: разработки структуры сделки (feasibility study) и разработки всех договоров¹ и подготовки инфраструктуры для последующего взаимодействия сторон (execution stage). Результатом первого этапа, как правило, являются основные условия финансирования (term sheet) и меморандум, в котором отражаются основные моменты структуры будущей сделки (structure note). На основе данного меморандума на

второй стадии разрабатываются все договоры для будущей сделки.

На данный момент российскими банками и компаниями (originator) было реализовано более тридцати сделок секьюритизации. Только в четырех секьюритизациях имел место выпуск ценных бумаг в России: ипотечные агенты выпускали облигации с ипотечным покрытием. В остальных случаях иностранные компа-

¹ В настоящей статье рассматривается сделка «классической» секьюритизации, предполагающей продажу портфе-

ля требований (true sale). Договоры в синтетической секьюритизации значительно отличаются.



нии специального назначения (special purpose vehicle (SPV)), созданные в Люксембурге, Ирландии или Нидерландах, выпускали иностранные ценные бумаги.

Независимо от того, в какой стране создается SPV, договорная база любой сделки представляет собой довольно значительное количество договоров. Все договоры создают единый комплекс взаимосогласованных и взаимообусловленных правил поведения для участников секьюритизации. Все соглашения традиционно подразделяют на три группы:

1) договоры, регулирующие передачу и обслуживание требований к должникам оригинатора (далее — портфель), например требования по кредитным договорам, договорам факторинга (asset documents);

2) договоры, регулирующие предоставление финансирования, обеспечение выплат по ценным бумагам, контроль портфеля, а также обслуживание ценных бумаг (funding documents);

3) прочие соглашения, направленные на обслуживание SPV.

Asset documents

В группу договоров, регулирующих передачу и обслуживание портфеля, обычно включают:

- договор продажи прав требований (портфеля),
- договор обслуживания портфеля,
- договор о независимом хранении документов и информации, касающихся портфеля.²

Договор продажи портфеля (Receivables Purchase Agreement, далее — договор продажи) определяет, что оригинатор передает SPV портфель, а SPV платит оригинатору денежную сумму (покупную цену).

² В некоторых сделках все документы и информацию по портфелю хранит от имени SPV оригинатор до наступления определенных событий.

³ О стандартной документации см.: Драгунов В., Селивановский А. Некоторые практические аспекты документации секьюритизируемых активов // Энциклопедия российской

Договор продажи устанавливает четкие критерии к требованиям, которые будут продаваться (уступаться) оригинатором SPV, в том числе:

- 1) права требования должны вытекать из стандартных договоров, которые оригинатор обычно использует в своей деятельности;³
- 2) требования должны быть действительны;
- 3) в стандартной документации должен быть установлен запрет на зачет требований должника против требований оригинатора;
- 4) по уступаемым требованиям не должно быть просрочки, превышающей оговоренный в договоре продажи срок.

Список всех продаваемых требований является приложением к договору продажи.

Правовое значение данных требований заключается в том, что в случае выявления несоответствия уступленного (проданного) требования оригинатор несет ответственность за продажу «дефектного» требования, часто такое требование оригинатор обязан выкупить обратно. Договор продажи определяет цену указанной «обратной покупки». В случае если выяснится, что оригинатор уступил SPV недействительное требование, оригинатор обязан компенсировать SPV возникшие убытки, в том числе возратить уплаченную цену.

Особое внимание в договоре продажи уделяется моменту перехода права на портфель от оригинатора SPV, поскольку от определения данного момента зависит цена уступаемых требований.⁴

Так называемая действительная продажа (true sale) является одним из основных механизмов изоляции активов от рисков оригинатора. При структурировании сделок секьюритизации вопрос о действительной продаже обсуждается в числе первых и определяет всю дальнейшую судьбу и структуру сделки.

секьюритизации. 2008.

http://www.selivanovsky.ru/docs/articles/secur/standartnaya_documentaciya.pdf.

⁴ Как правило, цена портфеля определяется как сумма всех остатков по основному долгу и начисленных, но не выплаченных процентов на дату передачи.

Под «действительной продажей» традиционно понимается передача активов SPV с целью их продажи, а не с целью привлечения финансирования (займа) под обеспечение (например, под залог или обеспечительную уступку). Так, компания, желающая привлечь финансирование, может продать принадлежащие ей активы (с правом или без права обратного выкупа) или привлечь кредит под обеспечение данных активов. Таким образом, при действительной продаже противопоставляется финансирование под обеспечение и финансирование путем продажи активов.

Термин «действительная продажа» означает, что после осуществления оригинатором продажи или передачи активов специальной проектной компании такая передача не может быть оспорена, признана недействительной или отменена каким-либо иным способом любым третьим лицом (например, кредитором, конкурсным управляющим, временной администрацией и т.д.) в случае банкротства оригинатора или в любых иных случаях, не предусмотренных условиями сделки секьюритизации.

Если договор о продаже (уступке) прав требований признается недействительным или прикрывающим обеспечительный договор (например, залог или обеспечительную уступку права требования), денежные средства и права требования должны быть возвращены оригинатору и включены в конкурсную массу. Как правило, это оборачивается катастрофой для инвестора: в процессе процедуры банкротства его права на своевременное получение в полном объеме вложенных денежных средств могут быть существенно ущемлены. Подобные риски признания договора притворным или недействительным оцениваются участниками сделки и являются предметом детального рассмотрения в юридических заключениях, предоставляемых юридическими фирмами по сделкам секьюритизации.

Почему вообще возникает риск переквалификации действительной продажи прав требования и признания ее притворной сделкой, прикрывающей обеспечительный договор? Данный риск обусловлен некоторыми структурными особенностями сделок секьюритизации. После продажи активов оригинатор, как правило, не выбывает из обязательства и продолжает принимать активное участие в секьюритизации, прежде

всего «обслуживая» портфель (в частности, получая дебиторскую задолженность, отслеживая и взыскивая платежи) и передавая соответствующие поступления SPV. Кроме того, оригинатор иногда принимает на себя дополнительные обязательства по выкупу дефолтных кредитов. Итак, для обеспечения действительной продажи активов в пользу SPV сторонам необходимо тщательно подходить к структурированию соответствующих сделок.

Арбитражная практика по спорам, связанным с уступкой прав (требований), была труднопредсказуемой, вследствие чего при подготовке секьюритизации использовались два основных подхода к выбору применимого права для соглашения о продаже активов. Изначально договоры продажи прав требований российским банком иностранному SPV подчинялись английскому праву (например, при секьюритизации автокредитов банком «Союз»); в дальнейшем подобные договоры стали подчиняться российскому праву (пионером здесь в декабре 2005 г. был банк «Хоум Кредит» с секьюритизацией потребительских кредитов). Данная смена ориентиров осуществлялась с учетом оценки вероятности применения российского права к этим договорам даже при указании в них иного применимого права. Такая возможность имеется, поскольку передаваемое право требования наиболее тесно связано именно с российским правом (требование базируется на договоре оригинатора с клиентом, который подчинен российскому праву (ст. 1211, 1216 ГК РФ)).

В договор продажи включаются обязанности оригинатора должным образом оформить передачу портфеля (например, совершить передаточные надписи на закладных), передать соответствующие документы и информацию независимому хранителю, уведомить страховые компании о замене выгодоприобретателя. А также оригинатор принимает на себя обязательство не вносить изменения в договоры, на основании которых возникли его требования без согласования с SPV.

Договор обслуживания портфеля (Servicing Agreement, далее — договор обслуживания) определяет, что после продажи портфеля оригинатор будет обслуживать проданные SPV требования в интересах SPV. Это обусловлено прежде всего тем, что, как правило, должники не уведомляются об уступке требования. Соответственно должники продолжают исполнять свои денежные обязательства первоначальному кредитору — ори-



гинатору. В соответствии с российским законодательством в отсутствие уведомления исполнение должником обязательства первоначальному кредитору признается надлежащим исполнением (п. 3 ст. 382 ГК РФ).

Оригинатор оказывает SPV услуги по обслуживанию требований (портфеля), в частности:

- получает деньги от должников: SPV (например, заемщиков) на свои банковские счета;
- перечисляет полученные средства на банковские счета SPV;
- осуществляет мониторинг по уступленным требованиям;
- проводит работу с должниками, допустившими просрочку исполнения своих обязательств;
- предъявляет претензии и иски должникам, которые не исполняют денежные обязательства надлежащим образом;
- представляет отчет об обслуживании портфеля.

Договор обслуживания достаточно подробно регламентирует то, как оригинатор должен оказывать услуги SPV. За оказание услуг по обслуживанию портфеля SPV выплачивает оригинатору вознаграждение, которое, как правило, ставится в зависимость от объема обслуживаемого портфеля.

В договор обслуживания включается чрезвычайно важный блок правил, регулирующих основания прекращения полномочий оригинатора, который оказывает услуги SPV.⁵ На практике согласование данного блока требует наибольшего времени и усилий, так как очевидно, что замена обслуживающей организации приведет к проблемам с обслуживанием портфеля. В такой замене в принципе не заинтересованы ни инвесторы, ни оригинатор. Но при этом в ряде случаев, например при серьезном ухудшении финансового положения оригинатора, инвесторы заинтересованы в срочной передаче функций обслуживающей организации от оригинатора запасной обслуживающей организации.

⁵ На практике используется понятие «увольнение сервисера».

Договор обслуживания возлагает на оригинатора множество обязанностей, включая представление постоянных отчетов о состоянии портфеля, своей финансовой отчетности. Это необходимо для того, чтобы иметь возможность вовремя выявить признаки ситуации, угрожающей интересам инвесторов — владельцев ценных бумаг, провести выяснение причин такой ситуации и, если необходимо, провести замену оригинатора на резервную обслуживающую организацию.

Договор обслуживания часто включает регламентацию действий резервной обслуживающей организации, которая заменяет оригинатора и оказывает услуги SPV по обслуживанию портфеля. В некоторых сделках эти положения выносятся в отдельный договор (Standby Servicing Agreement).

Funding documents

В группу договоров, регулирующих предоставление финансирования, обеспечение выплат по ценным бумагам, контроль портфеля, а также обслуживание ценных бумаг, включаются следующие соглашения:

- соглашения об организации выпуска ценных бумаг (Subscription Agreement);
- договор о предоставлении оригинатором субординированного кредита (займа) SPV (Subordinated Facility Agreement);
- соглашения об обеспечении требований владельцев ценных бумаг, например договор о залоге (Security Deed или Deed of Charge);
- соглашение о выпуске ценных бумаг и их условиях (Note Trust Deed);
- договор о расчете и управлении денежными потоками (Cash Management Agreement).

Соглашение об организации выпуска ценных бумаг. В соответствии с данным договором, который заключается, как правило, между оригинатором, эмитентом нот (SPV) и организаторами выпуска, определяется порядок и процедура размещения ценных бумаг (notes). Одним из ключевых вопросов для российских оригинаторов в данных договорах является

их ответственность в связи с выпуском нот, а также структура вознаграждения, выплачиваемого организаторам выпуска. Основные же параметры выпускаемых нот (валюта, номинал, процентная ставка, форма выпуска, условия погашения и т.д.) определяются в соглашении о выпуске и условиях нот (Note Trust Deed).

Договор о предоставлении субординированного кредита (займа) предусматривает, что оригинатор предоставляет SPV кредит (заем) до полного погашения всех ценных бумаг, выпущенных в ходе секьюритизации. SPV возвращает кредит (заем) только после исполнения всех иных денежных обязательств. Субординированный кредит (заем) предоставляется для финансирования первоначальных расходов, а также отдельных рисков. Данный кредит (заем) не может быть досрочно востребован оригинатором.⁶

Обеспечение требований владельцев ценных бумаг является одним из ключевых условий секьюритизации. В российских секьюритизациях используется обеспечение, предусмотренное Федеральным законом от 27.07.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ), — ипотечное покрытие.

Ипотечное покрытие состоит из: обеспеченных ипотечной требований о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенных закладными, и (или) ипотечных сертификатов участия, удостоверяющих долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежных средств в рублях или иностранной валюте, а также государственных ценных бумаг и недвижимого имущества в случаях, предусмотренных Законом об ИЦБ.

Отдельного соглашения об обеспечении не заключается. Положения об обеспечении включаются в решение о выпуске облигаций с ипотечным покрытием. Соглашение об обеспечении считается заключенным с момента приобретения облигации с ипотечным покрытием первым владельцем.

В международных сделках SPV эмитент ценных бумаг закладывает все свои активы в пользу трасти (security trustee), действующего в интересах инвесторов — владельцев ценных бумаг. Трасти в случае неисполнения обязательств эмитентом будет реализовывать все обеспечение.

В международных сделках заключается соглашение с трасти (trustee), которое подчиняется иностранному праву.⁷ В российских сделках, которые основываются на Законе об ИЦБ, заключается соглашение со специальным депозитарием.

В обязанности специализированного депозитария входит учет и хранение имущества, составляющего ипотечное покрытие, а также контроль за распоряжением этим имуществом. «Специализированным депозитарием должна быть коммерческая организация, имеющая лицензию на осуществление деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и лицензию на осуществление депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг» (ст. 32 Закона об ИЦБ).

Договор о расчете денежных потоков (Cash Management Agreement) определяет правила расчета всех показателей по секьюритизации. Такие расчеты необходимы для мониторинга всех обязательств по сделке, которые учитываются при осуществлении всех платежей.

Следует отметить, что конкретный состав и содержание договоров в секьюритизации определяются при подготовке каждой конкретной сделки с учетом особенностей структуры данной сделки. Например, в сделках секьюритизации факторинговых платежей все платежи от дебиторов и клиентов направлялись на счета специально созданного платежного агента.

⁶ Российское право знает только субординированный кредит (заем), которой предоставляется банку. См.: Федеральный закон от 25.02.1999 № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».

В трансграничных секьюритизациях данный договор подчиняется иностранному праву, как правило, праву Англии.

⁷ В российском праве нет подобной правовой конструкции.