



**Елизавета ТУРБИНА,**  
партнер,  
LECAP

## Будущие требования как предмет секьюритизации: идентификация, уступка и прикладные аспекты

**Т**ема будущих требований, особенностей их использования для сделок секьюритизаций возникает в том или ином виде на каждой сделке и зачастую в более сложной форме, чем момент возникновения обязательств по уплате будущих процентов, как это бывает с секьюритизируемыми банковскими кредитами.

Линейка активов, используемых для российских секьюритизаций, постепенно расширяется: после появления в 2014 году в российском законодательстве концепции СФО реализовано уже несколько сделок с неипотечными розничными кредитами, в 2017 году закрыта первая сделка с использованием требований из единственного долгосрочного контракта оказания услуг, и на разных этапах подготовки находятся сделки с другими небанковскими активами.

Пусть анализ сугубо юридической специфики различий между существующими на момент уступки и будущими требованиями не является самым интересным для обсуждения для неюридической публики, но эти различия имеют ряд прикладных последствий для структурирования каждой сделки. Об этих прикладных последствиях подробнее и поговорим ниже.

### **ПРЕДЫСТОРИЯ ВОПРОСА И ПОНЯТИЕ БУДУЩИХ ТРЕБОВАНИЙ**

Текущая редакция статьи 388.1 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее ГК) вступила в силу в 2014 году и является плодом существенных изменений в гражданское законодательство и предшествовавшей этому выработке на практике, прежде всего в позиции Высшего арбитражного суда Российской Федерации (далее ВАС), подходов к будущим требованиям.

Информационное письмо от 30 октября 2007 года № 120 Президиума ВАС впервые закрепило ту либеральную позицию, которая имела большое значение для признания возможности регулировать будущие требования в договорных отношениях по аналогии с куплей-продажей будущих вещей. Среди прочего, п. 4 Информационного письма впервые на уровне позиции высшей судебной (гражданско-правовой) инстанции прямо признал, что «соглашение об уступке права (требования) по существу является соглашением о купле-продаже будущего права (требования) на оплату поставленной продукции», приводя далее пикантную фразу «содержание и характер данного права не позволяют сделать вывод о неприменении к отношениям сторон указанного соглашения нормы о купле-продаже». Далее в том же пункте письмо признает, что переход будущего права (требования) между сторонами произойдет после возникновения этого права (требования) у cedentа.

Возможность уступки будущих прав также признается в международных актах унификации частного права (ст. III. — 5:106 Модельных правил европейского частного права, ст. 9.1.5 Принципов УНИДРУА).

Вместе с тем в регулировании будущих требований и их оборота до сих пор остался ряд серых зон, которые продолжают представлять почву для теоретических дискуссий в доктрине о том, какие именно требования следует считать будущими: те, что возникли в момент подписания договора, но не созрели, не кристаллизовались до наступления определенного срока, выполнения определенных условий или выполнения противоположной стороной (кредитором) определенных действий, или лишь те, что на момент заключения соглашения об уступке не возникли вовсе или в отношении которых основополагающий договор даже еще не подписан и которые возникнут и станут считаться существующими по факту созревания, наступления каких-либо событий или выполнения другой стороной каких-либо обязательств, предусмотренных договором.

Ключевая статья ГК, регулирующая уступку будущих требований (статья 388.1), определяет в качестве будущего требования требование по обязательству, которое

возникнет в будущем, и только в качестве частного случая такого требования приводит требование по обязательству из договора, который будет заключен в будущем и, соответственно, еще не заключен по состоянию на момент заключения соглашения об уступке. Несмотря на это, в практике встречается и иной подход квалификации требования в качестве будущего.

Так, в конце 2017 года Верховный суд разъяснил<sup>1</sup>, что не является будущим уже принадлежащее cedentу (уступающей стороне договора уступки) требование; момент и порядок перехода прав в таком случае определяется в общем порядке согласно п. 2 статьи 389.1 ГК (то есть по общему правилу — в момент заключения договора уступки, если только законом или договором не установлено иное). В качестве примера приводится требование заимодавца о возврате суммы переданного займа до наступления срока его возврата — то есть принадлежащее кредитору с момента подписания договора займа право, возникновение которого зависит от наступления триггеров для такого досрочного погашения.

Аналогичную позицию поддерживает С. В. Сарбаш, один из наиболее авторитетных теоретиков вопроса. Ссылаясь на складывающееся в последние годы понимание будущего требования, профессор утверждает<sup>2</sup>, что при уступке несозревшее требование переходит к новому кредитору именно в этом несозревшем состоянии, и увязывает такой подход с новыми правилами об ответственности cedentа, который после совершения уступки не должен совершать действий, которые могли бы привести к невозможности реализации требования.

Доктрина, таким образом, дополняет концепцию «возникновения» права требования интересной концепцией «созревания» такого права требования, которая в существующем регулировании прямо не

<sup>1</sup> Постановление Пленума Верховного суда Российской Федерации от 21 декабря 2017 г. № 54 «О некоторых вопросах применения положений главы 24 Гражданского кодекса Российской Федерации о перемене лиц в обязательстве на основании сделки», пункт 6.

<sup>2</sup> Пояснение С. В. Сарбаша, подготовленное для КонсультантПлюс, опубликовано 23 января 2015 г.

зафиксирована. Как будет проиллюстрировано ниже, подобный подход можно считать направленным на поддержку оборотоспособности, то есть возможности уступки будущих требований, а также снижения для приобретателей требований (цессионариев) рисков, связанных с заключением договора об уступке требований, которые еще не сформировались, что для сложных сделок является одним из фундаментальных вопросов, как, например, подтверждение состоявшейся true sale уступаемых активов в рамках сделок секьюритизации.

Возвращаясь к вопросу момента перехода будущего требования к новому кредитору, интересно отметить, что и в международных источниках частного права нет единодушия в части квалификации будущих требований. Так, Модельные правила европейского частного права придерживаются того же подхода, что п. 2 ст. 388.1 ГК (п. 1 ст. III. — 5:106). При этом Принципы УНИДРУА (Международного института унификации частного права) поддерживают другую точку зрения: переход права действительно произойдет при условии (и по факту) его возникновения, однако считать ся перешедшим такое право будет с момента совершения сделки цессии (ст. 9.1.5)<sup>1</sup>. Наличие различий подходов и в международной практике дает возможность порадоваться за уровень развития отечественного регулирования, однако первостепенное значение имеют всё же практические последствия такого различия для структурирования сделок.

### ПОЧЕМУ РАЗЛИЧИЕ ВАЖНО ДЛЯ СТРУКТУРИРОВАНИЯ СДЕЛОК

Различие двух подходов, описанных выше, порождает ряд совершенно прикладных последствий — как для построения финансовой модели сделки, так и для юридического анализа надежности структуры и необходимости включения дополнительных элементов, защищающих пози-

цию СФО как нового кредитора требований и, соответственно, интересы владельцев облигаций, выпущенных СФО.

С точки зрения финансовой модели, квалификация требований в качестве будущих воздействует, например, на оценку влияния и достоверности предположений, закладываемых в модель для прогнозирования будущего денежного потока эмитента и возможности в полном объеме исполнять обязательства перед владельцами облигаций и прочими кредиторами эмитента. В случае если возникновение у кредитора по обязательству права требовать исполнения от должника обусловлено сложным набором условий, большинство из которых на практике не зависит от действий, для укрепления модели может потребоваться создание резервов или дополнительных обязательств со стороны originатора, что, в свою очередь, увеличивает стоимость сделки и снижает ее совокупную эффективность для originатора.

Кроме того, возникает вопрос о соотношении совокупного размера облигационного выпуска, то есть привлекаемого СФО финансирования, и величины портфеля требований, уже существующих на момент уступки портфеля активов на СФО, — по сути чем меньше доля существующих требований, тем больше становится вес влияния originатора на структуру и кредитное качество сделки, так как переход будущих требований в существующие будет во многом зависеть от исполнения или хотя бы ненарушения originатором своих обязательств по договору с должником, являющемуся основанием возникновения требований. Помимо этого при превышении величины привлекаемого от размещения средств над суммой существующих требований величина такого превышения должна быть также структурно задействована во взаимодействии сторон, иначе неиспользованная сумма будет размещена на банковском счете СФО, права по которому пусть также заложены в пользу владельцев облигаций в рамках эмиссионных документов, но в отсутствие иных решений в структуре не создают дополнительный денежный поток, который потребует эмитенту для исполнения обязательств не только по номиналу, но и по процентным выплатам по облигациям.

<sup>1</sup> Оба источника — цит. по: Договорное и обязательственное право (общая часть): постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации. Ответственный редактор А. Г. Каралетов. П. 2 комментария к статье 388.1. Цит. по: Консультант Плюс.

Юридический анализ различий существующих и будущих требований концентрируется вокруг определения момента перехода требований для целей концепции *true sale*, наиболее осязаемым прикладным аспектом является оценка последствий риска банкротства originатора. Так, в случае несостоятельности originатора (как *cedenta*) требование, которое еще не перешло к СФО (как новому кредитору), попадет в конкурсную массу originатора. Как отмечают теоретики, в таком случае правовой эффект распоряжения, заложенного в заключенном до банкротства договоре уступки, не может наступить автоматически<sup>1</sup> в силу ограничений законодательства о банкротстве. На практике это означает, что в таком случае СФО будет лишено определенной части активов, наличие которых закладывалось в финансовую модель сделки для обеспечения исполнения обязательств СФО перед владельцами облигаций. Безусловно, можно собрать аргументы в пользу иной концепции, а именно, что если законодательство (на уровне ГК) прямо признает и уступку, и залог будущего требования с момента их возникновения, так чтобы такое требование было защищено от возможных притязаний третьих лиц и иных кредиторов originатора, то такую же линию поддержки следует протянуть и до этапа банкротства originатора. Однако, к сожалению, текущие российские регулирование и практика по делам о банкротстве не разделяют такой подход, стремясь в случае банкротства поддерживать не только того единственного контрагента банкротящегося лица, с кем было заключено соглашение об уступке, но и справедливое распределение имущества банкротящегося лица между всеми его кредиторами, включая категории, имеющие по законодательству право на более приоритетное удовлетворение по сравнению даже с залоговыми кредиторами.

Помимо судьбы требований в банкротстве общий (хоть и в меньшей степени релевантный для сделок секьюритизации) юридический анализ различий между бу-

дущими требованиями, которые считаются возникшими, но еще не созревшими, и будущими требованиями, которые не считаются возникшими до момента своего созревания, предполагает разницу в объеме действий, которые можно совершить в отношении требований, и применимости общих правил об обязательствах: например, если считать требование возникшим с момента подписания договора, то можно говорить о возможности новировать такое требование начиная с даты подписания основного договора или простить долг<sup>2</sup>.

Применительно к залого требованиям анализ будущих требований также представляет интерес. Согласно статье 358.5 ГК, при залоге будущего права залог возникает с момента возникновения этого права. В то время как залог существующего права возникает с момента заключения договора залога. В сделках секьюритизации права требования включаются в залоговое обеспечение обязательств СФО по его облигациям и подлежат описанию в составе эмиссионных документов, с необходимостью указания оценки стоимости таких прав и классификации их на существующие и будущие. Продолжая описанное выше различие, можно выделить два подхода к описанию портфеля закладываемых будущих требований в эмиссионной документации — на примере определения стоимости такого залогового имущества: описание стоимости будущих требований исходя из расчетных величин, известных эмитенту на основании договора, из которого эти требования возникнут, или описание стоимости будущих требований на уровне нуля, что признает возможность влияния внешних факторов (действий originатора, от исполнения которым обязательство по договору с должником зависит появление денежного требования к должнику; наличие неопределенности относительно того, как долго продолжит действовать основной договор). В отсутствие однозначных правил в применимом регулировании эмитенты (и стоящие за ними рабочие группы по под-

<sup>1</sup> Договорное и обязательственное право (общая часть): постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации. Ответственный редактор А. Г. Карапетов. Цит. по: Консультант Плюс.

<sup>2</sup> Договорное и обязательственное право (общая часть): постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации. Ответственный редактор А. Г. Карапетов. Комментарий к статье 327.1, пункт (и). Цит. по: Консультант Плюс.

готовке секьюритизационных выпусков) оказываются не ограничены в праве выбрать ту или иную модель описания. Ключевым при этом остается соблюдение обязанности раскрыть всю требуемую информацию согласно положениям ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Стандартов эмиссии<sup>1</sup>, а также часто недооцениваемая обязанность эмитента раскрыть в составе эмиссионных документов всю существенную информацию, которую потенциальные приобретатели бумаг могут принять во внимание для совершения инвестиционного решения. В обоих случаях следует предусмотреть отдельные основания для раскрытия информации эмитентов в форме сообщений о существенных фактах в случае кристаллизации / перехода к эмитенту дополнительных требований или описать порядок раскрытия такой информации в отчетах сервисного агента или ином отчете, составляемом участниками сделки на регулярной основе и доступном инвесторам для ознакомления. В первом сценарии также имеет смысл уточнять в составе отчетов сторон сделки или ежеквартальных отчетов эмитента, оправдались ли ожидания в части величины и стоимости будущих требований, закладываемые первоначально в эмиссионную документацию, или произошла корректировка по причине воздействия внешних факторов.

Не ставя себе задачу найти однозначное решение не разрешенной в регулировании проблемы, рассмотрим обозначенные различия с точки зрения сути правоотношений и пример практических последствий таких различий. Для этого сравним, например, (1) обязательство заплатить проценты по кредиту за июнь следующего года: оно не имеет смысла, если должник погасит кредит в полном объеме до наступления следующего года, или потребует перерасчета в случае частичного погашения заемщиком своих обязательств по кредиту

до наступления срока уплаты таких процентов, и (2) обязательство по оплате в июне следующего года услуг, оказанных в мае следующего года. В первом случае кредитор исполнил обязательство по выдаче кредита на старте правоотношений, а будущее обязательство должника будет зависеть прежде всего от действий самого должника: он сам принимает решение о необходимости частичного или полного досрочного погашения, соответственно, при анализе будущих поступлений с точки зрения секьюритизационной сделки СФО будет зависеть от определенных действий должника. Однако в таком случае, даже если СФО недополучит объем процентных платежей от должника, который предоплатил или полностью погасил досрочно свое обязательство по кредиту, структура сделки должна предусматривать план действий для СФО и (если применимо) сервисного агента по повторному использованию полученных в погашение от должника средств (на приобретение дополнительных активов или на частичное погашение обязательств эмитента по облигациям, что за счет снижения величины будущих обязательств эмитента перед облигационерами также компенсирует недополучение процентных поступлений от должника.

Во втором случае возможность у кредитора требовать исполнения (оплаты услуг) от должника зависит от должного исполнения услуг, предусмотренных основным договором. При этом СФО приобретает у originатора только денежные требования к должнику, соответственно, факт исполнения услуг, их качество и своевременность зависят от originатора, но не от СФО. Для структурирования подобных сделок важно определить момент уступки таким образом, чтобы уступаемое обязательство было максимально защищено от возможности встречных претензий со стороны должника — например, в связи с неполным предоставлением услуги или претензиями по качеству оказанных услуг. В противном случае возможность должника оспаривать размер обязательств нарушает финансовые потоки СФО, требует дополнительных трудозатрат от управляющей компании и ПВО, которые скорее всего будут вынуждены полагаться на участие originатора в разрешении этой ситуации, что также нежелательно с точки

<sup>1</sup> Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утверждено Банком России 11 августа 2014 г. № 428-П, с изменениями и дополнениями.

зрения защиты интересов СФО и опосредованно — владельцев облигаций. Кроме того, поступившие от должника средства подлежат зачислению на залоговый счет СФО, и предъявление должником претензий по суммам или качеству оказанных услуг в момент после оплаты стоимости услуг на счет СФО не может быть удовлетворено путем простого возврата со стороны СФО (если только такое основание списания с залогового счета прямо не предусмотрено эмиссионными документами, но и включение такого основания выглядит крайне неоднозначно и требует подключения существенных механизмов проверки обоснованности списаний в сторону должника, прежде всего со стороны ПВО и управляющей организации СФО).

Таким образом, в зависимости от специфики секьюритизируемого актива и связанных с ним правоотношений правовые аспекты будущности будут иметь различные прикладные последствия, которые важно качественно отразить в договорной и эмиссионной документации по сделке секьюритизации.

### **ВЗГЛЯД С ПОЗИЦИИ УЧАСТНИКОВ СДЕЛКИ**

Ниже различие подходов в квалификации будущих требований рассмотрено с точки зрения разных участников сделки секьюритизации и сопутствующих соображений по отражению в документации.

**С точки зрения инвесторов**, в целом можно утверждать, что чем раньше требования будут квалифицированы как текущие и существующие, тем больше защищены интересы владельцев облигаций. Если требования квалифицированы как будущие и переходящие к СФО после созревания, в случае банкротства кредитора по уступаемому обязательству такие требования не успеют перейти к цессионарию (СФО) и попадут в банкротную массу originатора. С другой стороны, подобное событие может быть нивелировано практическими обстоятельствами и положениями договорной документации: если возникновение таких будущих требований связано с должным исполнением originатором своих обязательств по основному договору с должником, невозможность исполнения originатором своих обязательств может

привести и к невозникновению, некристаллизации такого будущего требования или снижению его размера относительно первоначально ожидавшегося. Это, в свою очередь, снижает уровень обеспеченности обязательств эмитента перед облигационерами и требует или предусмотрительного создания резервов для покрытия недополученных сумм эмитентом, или включения дополнительных защитных мер в структуру сделки и в любом случае — раскрытия в эмиссионных документах наличия такого риска и возможных негативных последствий для владельцев облигаций.

Практическое решение на этот случай состоит в грамотном формулировании оснований для прекращения дополнительных уступок требований со стороны originатора и оснований для амортизации (частичных погашений) или турбоамортизации (полного досрочного погашения по усмотрению эмитента или по требованию владельцев облигаций), включая анализ операционной деятельности originатора, соблюдение обязательств по предоставлению определенной в документации отчетности, соблюдение финансовых ковенантов.

Однако всё это не отменяет тот факт, что, даже при квалификации будущих требований как возникающих в момент заключения основного договора, в случае прекращения деятельности originатора или невозможности, например, оказания им услуг по основному договору СФО вряд ли сможет получить и обосновать взыскание с должника по тем обязательствам, которые должник на основании положений основного договора не считает возникшими или наступившими. В этом и может быть вся суть анализа различий подходов к будущим требованиям с точки зрения секьюритизации: в ситуации, когда новым кредитором становится лицо со специальной правоспособностью, весь режим деятельности которого и всё соотношение поступлений и расходов которого предусмотрено заранее в эмиссионной и договорной документации по сделке, завышенные показатели будущих требований в эмиссионной документации не смогут быть исполнены должником (как описано выше), а также вряд ли смогут быть компенсированы эмитенту originатором, находящимся в состоянии банкротства или предшествующих

этому стадиях, когда сделка секьюритизации перестает быть приоритетом для руководства компании.

Стоит только добавить как штрих к портрету, что в ситуации таких завышенных ожиданий в эмиссионной документации относительно размера будущих требований также встает вопрос об ответственности лиц, подписывавших эмиссионные документы со стороны эмитента, то есть управляющей организации, за расчет указанных цифр. Хотя включение прямых ограничений ответственности в таком случае может не возыметь эффекта в случае судебных претензий, но для защиты инфраструктурных участников сделки следует включать формулировки о том, что приведенный расчет значений будущих требований основан на ряде предпосылок, которые могут не реализоваться или реализоваться в менее выгодном для эмитента свете, и что приобретение облигаций выпуска означает согласие инвестора с таким риском и возможность инвестора самостоятельно произвести анализ вероятности негативных сценариев до принятия инвестиционного решения.

**С точки зрения эмитента**, с одной стороны, квалификация требований как существующих повышает уровень обеспеченности и качество обеспечения обязательств эмитента по облигациям. Эта позиция, безусловно, более выгодна с точки зрения моделирования сделки, презентации ее потенциальным инвесторам, рейтинговому агентству, регулятору. С другой стороны, напротив, более скромная позиция предполагала бы, что эмитент осознает наличие временного разрыва между оценкой величины будущих требований и расчетами по ним и раскрывает инвесторам риск неперехода титула на будущее требование (в случаях, рассмотренных в данном материале, например при прекращении договора, из которого должно было кристаллизоваться такое будущее требование, или описанного ранее риска банкротства оригинатора) и, соответственно, более низкий уровень обеспеченности обязательств эмитента реальными требованиями с сопутствующим ростом риска неисполнения обязательств в полном объеме. Приведенные выше и ниже структурные

соображения по повышению качества документации также применимы и с позиции эмитента.

**С точки зрения ПВО** (представителя владельцев облигаций), начнем с того, действуют ли его полномочия как залогодержателя в отношении прав требования, маркированных в качестве будущих? Полномочия залогодержателя формально должны возникнуть с момента перехода титула на такие требования к эмитенту. Однако российско-правовой ПВО сочетает в себе функции *note trustee* и *security trustee*, и по настоянию грамотных ПВО, оценивающих собственные риски в течение жизни сделки, складывается практика перечисления в эмиссионных документах списка документов, которые ПВО уполномочен подписать, и действий, которые ПВО уполномочен совершить без получения дополнительного волеизъявления со стороны облигационеров в виде решения ОСВО или иным образом. Поэтому есть основания полагать, что у ПВО могут быть сформированы на основании стандартных положений ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также договорной и эмиссионной документации по конкретному проекту полномочия, необходимые для поддержки СФО при / в связи с переходом прав на новые требования, кристаллизовавшиеся по ходу обращения облигаций.

Формы поддержки должны быть четко регламентированы договорными документами, в необходимом объеме описаны в эмиссионных документах и могут включать, например, подписание в качестве третьей стороны дополнительных договоров или актов приемки в отношении таких требований, полномочия по частичной, выборочной или полноценной проверке документов, подтверждающих существование требований и их принятие к исполнению должником по обязательствам, и так далее.

Далее, что касается случая дефолта по облигациям (в том числе из-за недополучения средств в исполнение от должника или нарушения каких-либо финансовых или операционных ковенант, но в ситуации, когда должник продолжает свое существование и будущие требования продолжают созреть), эмиссионная документация может предусматривать пре-

крашение обязательств эмитента переходом прав на часть имущества эмитента, соразмерную величине неисполненного эмитентом обязательства перед облигационером. То есть должник по обязательству может одновременно получить десятки или сотни требований об оплате в свой адрес от отдельных облигационеров. На стороне плательщика по обязательству подобная ковровая бомбардировка разрозненными требованиями и необходимость проверки полномочий и легитимности требований каждого нового кредитора по отдельности неминуемо породит хаос (и, вероятно, даже даст основания назвать такую процедуру более обременительной для должника, требующей дополнительных затрат на исполнение обязательства, чем может вызвать дополнительные негативные последствия для потенциальных получателей исполнения). Для инвесторов также будет крайне затруднительно получить соразмерную величине своих требований к эмитенту величину требований из принадлежащего СФО портфеля: у отдельного инвестора нет доступа ко всему объему первичной документации по требованиям, часто также нет и собственной инфраструктуры и опыта для организации получения исполнения от должника напрямую. В такой ситуации интересной альтернативой выглядит наделение отдельного лица полномочиями по обслуживанию и взысканию от имени всех бывших владельцев облигаций, но на период после того, как обязательства по облигациям считаются прекращенными после обращения взыскания в виде частичной уступки требований. Таким лицом может быть лицо, выполняющее функции ПВО (но в рамках отдельного набора полномочий, поскольку его основные полномочия прекратятся вместе с погашением облигаций), или предусмотренный в сделке резервный сервисный или расчетный агент с необходимым функционалом. Интересный технический момент для такой ситуации — грамотный порядок назначения такого лица и наделения его полномочиями от имени всех владельцев облигаций, так чтобы полномочия распространялись по возможности на всех владельцев и продолжали действовать после формального прекращения обязательств по облигациям.

**С точки зрения регулятора**, как описано выше, в отсутствие четкой законодательной позиции относительно квалификации требований в качестве будущих для регулятора важно увидеть отражение в эмиссионных документах по отдельности тех прав, которые считаются созревшими и существующими, и тех, что считаются будущими. Хочется выразить осторожную надежду, что регулятор не возьмет на себя функцию истины в последней инстанции и при осуществлении регистрационных действий в отношении выпуска и эмиссионных документов выпуска будет отслеживать грамотность, полноту и последовательность предоставления информации эмитентом в рамках выбранного эмитентом подхода, но не сам выбор. В конечном счете в условиях действия принципа свободы договора инвесторы должны иметь право самостоятельно решать, насколько предложенное описание кажется им достаточным и привлекательным для инвестирования денежных средств.

Кроме того, в ряде случаев для оценки вероятности исполнения эмитентом обязательств по облигациям привлекается кредитное рейтинговое агентство, получение рейтинга выпуска от которого является условием приобретения облигаций рядом категорий институциональных инвесторов, то есть регулятор возлагает определенный функционал по проверке сути и модели сделки и на рейтинговые агентства, на мнение которых могут отчасти ориентироваться и инвесторы.

### **ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ПРИКЛАДНЫЕ АСПЕКТЫ**

Рассмотрим несколько других аспектов работы с будущими требованиями в рамках структурирования сделок секьюритизации.

- **Необходимость идентификации предмета уступки** предполагает, что во избежание споров между сторонами об объеме и определении конкретных уступаемых требований (в том числе в случае банкротства одной из сторон) предмет уступки должен быть в договоре уступки определен максимально точно. Для целей будущих требований возможно указать на договор, из которого требования возникнут, или описать настолько точно и однозначно, насколько

это практически возможно с учетом специфики секьюритизируемого актива, права из какого, еще не заключенного договора являются предметом уступки. В этом контексте также хочется вспомнить о двух подходах к квалификации будущих требований и поддержать практическую полезность и обоснованность подхода, предполагающего, что будущее денежное требование имеет смысл считать возникшим с момента его созревания; в противном случае, например, СФО может по документам иметь требования к определенному должнику, который даже не успел заключить договор с оригинатором, а оригинатор впал в банкротство. С точки зрения возможности адекватной защиты прав облигационеров такая ситуация не выдерживает критики. Упражнения по взысканию убытков с оригинатора или понуждению его к заключению договора с указанным в договоре уступки должником представляют интерес только для теоретических рассуждений, но не для практического кейса.

Отдельного внимания заслуживает структура *whole business* секьюритизаций, то есть уступки всей будущей выручки оригинатора с установлением ограничений по сроку или указанием качественных / количественных условий прекращения дополнительных уступок таких будущих требований (например, достижение определенного объема, равного обязательствам эмитента по облигациям и финансированию, предоставленному оригинатору). В российской практике подобные сделки еще не были реализованы, прямых регуляторных ограничений на этот счет не существует, и развитие правоприменительной практики в отношении будущих требований поможет структурированию таких сделок.

• **Согласие должника для целей уступки** — в некоторых случаях ГК предполагает необходимость получения согласия должника для целей уступки (статья 388). Для сделок секьюритизации это менее актуально, поскольку предметом сделки являются прежде всего денежные требования, в которых личность должника не имеет значения для кредитора. Однако в случаях, когда подобные положения включены в договор, соображения добросовестности и сохранения партнерских отношений с ключевыми контрагентами для оригинатора требуют

проведения предварительных переговоров с должником и организации порядков будущих расчетов. В случае же, если договорная практика требует получения согласия или проведения работы с должником для целей передачи каждого кристаллизующегося требования, следует в документации прописать порядок поддержки СФО его инфраструктурными агентами для реализации этого положения.

• **Передача документов, подтверждающих возникновение / кристаллизацию требования**, приобретает особое значение, когда речь идет о периодическом созревании и переходе к СФО новых требований. В частности, внимания требует механизм проверки комплектности и адекватности заполнения первичных документов, подтверждающих возникновение (в значении кристаллизации, созревания) таких требований; эту поддержку СФО могут оказать ПВО, отдельный агент по работе с данными, управляющая организация — в зависимости от сложности документооборота и специфики конкретных отношений. Отдельный практический аспект, который важно учесть, — судьба оригиналов документации в случаях, когда уступка происходит только в отношении денежных требований, а основной договор продолжает действовать и в силу специфики взаимоотношений контрагентов оригиналы или полные наборы документов не могут быть переданы СФО как новому кредитору (при том, что у самого СФО отсутствует экспертиза по обслуживанию такой задолженности и в любом случае понадобится функционал сервисного агента).

• С точки зрения договорной документации, **классификация на будущие требования**, которые связаны с наступлением дополнительных событий / выполнением условий, также требует отражения в документообороте, отдельного учета в части обслуживания портфеля, подключения дополнительных механизмов проверки соответствия портфеля или отдельных дополнительных требований критериям отбора, закладываемым на старте проекта и требующим проверки на стороне агентов СФО в предусмотренном документацией порядке.

• **Аванс vs будущие требования**: если основной договор, из которого будут возникать и передаваться на СФО требования,

предусматривает уплату авансов и отдельный финальный корректирующий платеж, при структурировании финансовых потоков следует крайне осторожно подойти к возможности уступки прав на получение авансов — у должника в большинстве случаев останется возможность истребовать аванс или пытаться корректировать за счет него суммы к уплате, что плохо сочетается с режимом залогового счета СФО, ограничениями на случаи списания с залогового счета в рамках эмиссионных документов, сопутствующими механизмами контроля в рамках качественной секьюритизационной сделки.

• **Риск невозникновения / невызревания будущих прав** выглядит как риск оспаривания величины требований или попыток их снижения на основании зачетов или применения ранее направленных сумм авансов.

Что конкретно происходит в таком случае в сделке:

(1) с точки зрения структуры сделки: важно оценить необходимость в отдельном триггере для амортизации и полного досрочного погашения облигаций на такой случай или возможность приобретения аналогичных по качеству иных требований (если процедура заранее предусмотрена эмиссионными и договорными документами или если инициируется отдельное ОСВО для внесения изменений на этот счет), что позволит использовать находящиеся в периметре СФО денежные требования и не допускать их простоя параллельно с нарастанием по мере жизни сделки обязательств эмитента по уплате процентов по облигациям. Очевидно также, что, если будущие требования не созрели и не были получены эмитентом в связи с банкротством originатора или наступлением иных неблагоприятных последствий, в сделке целесообразно предусмотреть механизм полного досрочного погашения для таких случаев;

(2) с точки зрения смещения кредитного риска: невозникновение ранее заявленных будущих требований повышает вес кредитного риска originатора в совокупном кредитном риске облигации, что, в свою очередь, может трактоваться как снижение качества бумаги, стать основанием для пересмотра рейтинга облигационного выпуска, если в сделке заранее не были за-

ложены резервные механизмы поддержки качества (в том числе резервные фонды эмитента) или не был заложен допустимый люфт такого дополнительного кредитного риска originатора при некристаллизации ожидавшихся ранее дополнительных денежных требований.

• **Возможность внесения в основной договор изменений, которые в том числе затронут будущие денежные требования**, — исходя из специфики секьюритизируемых договоров, важно оценить необходимость таких изменений в основном договоре в будущем и насколько они могут или должны затрагивать полномочия и интересы СФО, в частности понадобится ли решение ОСВО и какое именно (в условиях еще ограниченной компетенции ОСВО), достаточно ли компетенции ПВО для принятия решений и насколько ПВО в принципе должен принимать на себя ответственность за принятие такого решения самостоятельно, без мнения владельцев облигаций, с учетом собственного функционала и потенциально разнящихся интересов владельцев облигаций, которых ПВО должен представлять.

• **Ограничение зачета в договорах, из которых возникают требования**, — традиционный секьюритизационный вопрос становится еще более актуальным для сделок с участием будущих требований. Документация должна предусматривать механизмы компенсации originатором недополученных таким образом эмитентом сумм, но в любом случае использование должником права на зачет снова увеличило бы долю кредитного риска originатора в совокупном риске бумаги, что может привести к описанным выше негативным последствиям.

При этом следует отметить, что сама норма ГК о возможности зачета должником работает в пользу должника и в нынешних регуляторных реалиях изящно уравновешивает права кредитора на уступку денежных требований даже при наличии ограничений на это в договоре с должником.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сделки секьюритизации традиционно ставят перед своими создателями вопросы, которые на несколько порядков сложнее теоретических концепций, отражающихся в регулировании. Так же и в случае

с анализом квалификации денежных требований в качестве будущих секьюритизационный анализ ставит сложные практические задачи, требующие сочетания существующего регулирования и судебной практики, с одной стороны, и положений договорной документации, с другой. Несмотря на внесенные поправки в Гражданский кодекс и появление свежей судебной практики, учитывающей это обновленное регулирование, серые зоны остаются, и энтузиастам юридической мысли доступно для дискуссий существенное число подобных вопросов.

Вместе с тем совершенно очевидно, что предусмотреть детальное пошаговое регулирование для каждого вида правоотношений и тем более сделать это на высоком уровне юридической мысли и техники — задача слабо осуществимая и, более того, вряд ли оправдывающая потенциальные трудозатраты. Философский вопрос снова встанет на повестку дня: есть ли в принципе потребность в абсолютной зарегулированности всех возможных аспектов работы с будущими требованиями на практике, в том числе в таких сложных сделках, как сделки секьюритизации, или вопрос наконец следует рассматривать в плоскости повышения качества составления документации, отражения в ней порядка взаимодействия сторон на любом этапе жизни проекта и при любом сценарии развития их взаимодействия и формирования устойчивой практики на базе документа-

ции? Как мы рассмотрели выше, каждый из способов квалификации будущих требований позволяет качественно описать правоотношения сторон и взаимодействие сторон в связи с исполнением обязательств по уступке, оставляя инвестору право принять собственное решение о готовности инвестировать свои средства в приобретение ценных бумаг, выпускаемых в рамках такой сделки.

Поэтому в завершение снова обратим внимание на важность качественной работы с документацией по проекту, грамотным отражением в ней воли сторон, созданием работоспособных механизмов защиты прав СФО и (опосредованно) интересов владельцев облигаций СФО как его кредиторов — с учетом специфики секьюритизируемого актива и положения сторон. Поскольку сделки секьюритизации в большинстве случаев готовятся как долгосрочные проекты, использование будущих прав для каждой из них является важным и необходимым элементом. В заключение выразим надежду на то, что по мере наращивания практики работы со сложными будущими требованиями все участники секьюритизаций — включая регулятора, оригинаторов, инфраструктурных участников и агентов СФО, консультантов и рейтинговые агентства — будут формировать здоровую и устойчивую правоприменительную практику и в части использования будущих требований в составе секьюритизируемых активов.