Проблема True Sale: американская доктрина в российском правовом поле

Александр Александрович КАЗАКОВ,

директор, департамент структурированного и синдицированного финансирования и корпоративных решений, ОАО «Газпромбанк»

Окончил юридический факультет МГИМО МИД РФ. До перехода в Газпромбанк Александр Казаков работал заместителем генерального директора по правовым вопросам компании RuMAC и юридической компании «Линия права» в должности старшего юриста. Ранее в течение ряда лет занимал должность директора юридического департамента АИЖК.

Является членом группы экспертов МЭРТ по разработке ФЗ «О секьюритизации» и экспертом Совета Федерации Федерального Собрания РФ. Активно участвовал в разработке закона «Об ипотечных ценных бумагах», подготовке поправок в Налоговый кодекс РФ, в законы «Об ипотеке (залоге недвижимости)», «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним», а также ряда подзаконных актов. Обеспечил правовое сопровождение первого в России выпуска ипотечных облигаций (банк «Совфинтрейд»), и первой балансовой секьюритизации активов (Банк Жилищного Финансирования), произведенной в соответствии с российским правом.

ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЕ МЕХАНИЗМОМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Проблема правового оформления передачи активов от инициатора сделки SPV является одной из основных во всем институте секьюритизации. Как мы показывали выше, в большинстве случаев передача оформляется договором купли-продажи соответствующих активов. Однако сделки секьюритизации настолько сложны, что классические договоры купли-продажи не удовлетворяют требованиям рынка. В первую очередь это происходит в связи с тем, что SPV являются специально созданными только для целей выпуска и обслуживания ценных бумаг компаниями; SPV, как правило, не имеет штата сотрудников, не может самостоятельно собирать и обслуживать находящуюся у него на балансе дебиторскую задолженность и так далее. Поэтому договоры на передачу активов осложнены значительным числом оговорок, которые ставят вопрос о классификации сделки. Еще несколько лет назад правового заключения любой известной юридической фирмы было достаточно, чтоб гарантировать инвесторам, что заключенный между SPV и инициатором договор является куплей-продажей (true sale), а соответственно, в случае банкротства инициатора секьюритизируемые активы не будут включены в конкурсную массу. Однако сегодня ситуация изменилась. Чтобы понять предпосылки серьезного изменения практики, необходимо произвести небольшое отступление в область стратегий защиты от банкротства.

Итак, рассматривая ретроспективу развития частного права, мы стоим на позиции, что это развитие шло по двум конкурирующим направлениям: постепенное освобождение от личной ответственности и ограничение имущественной ответственности, с одной стороны, и постоянный поиск обеспечения ответственности, с другой стороны.

Исследование Ричардом Познером правовых норм предгосударственных и раннегосударственных обществ показывает, что субъектом правовых отношений в таких обществах выступает общность — группа семей, а не индивид. Таким образом, ответственность сначала ограничилась индивидуумом, затем с увеличением богатства индивидуумов на смену принципу возмездия пришел принцип компенсации. Позднее появились правовые средства ограничения имущественной ответственности. Как мы только что сказали, это движение сопровождалось увеличением личных состояний, которые могли стать объектом для взыскания.

Разбирая в качестве примера современный Гражданский кодекс РФ с этих позиций, можно выделить большую «нейтральную» часть — принципы гражданского права и общие нормы о лицах, сделках, договорах, имуществах, составляющие как бы матрицу, на которой развивается борьба двух описанных тенденций. Нормам об ограничении ответственности акционеров и дольщиков противостоят нормы об уставном капитале как одной из гарантий кредиторам. Злоупотреблению использования ограничения ответственности противопоставляются правила о мнимых и притворных сделках и ограничения учреждения компаний с одним участником (что в западной практике часто называют piercing of a corporate veil — срывание корпоративной вуали).

Дополнительно развиваются нормы об обеспечении исполнения, которые позволяют отдельным кредиторам получить приоритетное перед другими кредиторами удовлетворение за счет имущества должника или третьих лиц.

Таким образом, нормы об обеспечении ответственности можно разделить на две группы: нормы, обеспечивающие преодоление «корпоративной вуали» в интересах всех кредиторов, и нормы, обеспечивающие приоритет некоторым кредиторам перед другими кредиторами. Поскольку среди кредиторов компании могут быть как добровольные (контрагенты по договорам, например), так и вынужденные (пострадавшие по вине компании) кредиторы, то вторая группа норм ограничена императивными правилами банкротного законодательства, предусматривающими очередность. Причем кредиторами первой очереди, как правило, признаются вынужденные кредиторы, которые получают приоритет даже перед обеспеченными кредиторами.

Существует опасение, что секьюритизация может быть использована во вред вынужденным кредиторам, что создает серьезный дисбаланс правового регулирования указанных отношений. Наиболее последовательно эти опасения выразил профессор Калифорнийского университета Лопаки в своей статье с говорящим названием The Death of Liability (Смерть ответственности)[1]. Далее мы рассмотрим его основные аргументы.

Материальная и личная ответственность представляют из себя два основных вида санкций, без которых, по выражению Ленина, «право мертво».

В целом, основной функцией системы материальной ответственности является предоставление компенсации, обеспеченное правом на судебное преследование и принудительным исполнением судебного решения. Материальная ответственность пронизывает большинство отраслей законодательства; гражданское, уголовное, административное, налоговое право, валютное регулирование и пр. предполагают материальную ответственность в виде основной или вспомогательной санкции. Без материальной ответственности, правовая система претерпела бы радикальные изменения.

Сегодня гарантии материальной ответственности (судебное решение и принудительное исполнение) теряют свою эффективность под натиском различных стратегий защиты от судебного преследования. Должник является защищенным от судебного преследования, если он не имеет имущества или владеет имуществом способом, не позволяющим обратить взыскание на такое имущество по долгам должника, то есть исполнение решения против должника невозможно.

Современная система материальной ответственности основывается на базовом принципе: «тот, кто не может платить, не платит». При этом система имеет социальный, экономический и правовой инструментарий, позволя-

[1] Lynn M. Lopucki, 1996, *Death Of Liability*, Yale Law Journal, October

ющий определить, кто в действительности «не может платить». Многие из категорий этого инструментария настолько глубоко укоренились в правовой культуре, что их изменение практически невозможно. К ним в частности относятся обеспечение исполнения обязательств, ограниченная ответственность акционера по долгам общества, национальный суверенитет и право собственности. Именно они стали основанием для выработки принципов, ограничивающих материальную ответственность. Эти принципы стали «скелетом» ответственности; выход за их рамки либо явно незаконен, либо влечет трансформацию самой системы ответственности. Перечислим основные принципы.

A. Обращение взыскания только на имущество

Материальная ответственность предполагает обращение взыскания на имущество, принадлежащее должнику. Сама личность должника остается неприкосновенной. Так, гражданское право, в отличие от уголовного и административного, вообще не знает личной ответственности.

B. Обращение взыскания только на имущество должника

В современных правовых системах исполнение решения суда возможно только за счет имущества должника. История права знает примеры, когда ответственность распространялась также и на имущество супруга должника, членов его семьи или рода. Позднее право выработало концепцию раздельного режима имущества членов семьи. Такая же ситуация сложилась и в случае с юридическими лицами: их дочерние или материнские компании, иные аффилированные лица, включая и акционеров, не отвечают по общему правилу по долгам юридического лица.

C. Свободный оборот имущества

За исключением случаев, специально предусмотренных в законодательстве, собственник имущества может свободно им распоряжаться. Передача имущества третьим лицам по общему правилу делает невозможным обращение взыскания на такое имущество.

D. Имущество, на которое не может быть обращено взыскание

Национальные законодательства, как правило, содержат перечень имущества должника, на которое запрещается обращать взыскание. Такие перечни могут быть достаточно значительными и включать, в том числе, и недвижимость должника.

E. Субординация

Современные правовые системы предоставляют должнику и его кредиторам возможность в частном порядке применить различные способы обеспечения исполнения обязательств. Некоторые из этих способов — залог, удержание, задаток — предполагают предоставление кредитору приоритетного права на получение удовлетворения своих требований за счет определенного имущества самого должника. При этом при прочих равных требования остальных кредиторов становятся экономически субординированными по отношению к требованиям обеспеченных таким образом кредиторов. Если задолженность перед такими обеспеченными кредиторами в случае несостоятельности должника равняется или превышает конкурсную массу, необеспеченные кредиторы не получают ничего.

Запретить или существенно изменить такую практику не представляется возможным: без предоставления приоритетного права на компенсацию за счет определенного имущества должника ипотечное и иное обеспеченное кредитование будет невозможным.

F. Банкротство по требованию должника

Банкротство развивалось как привилегия должника, позволяющая приостановить исполнение обязательств перед кредиторами и в случае невозможности санации прекратить все обязательства, передав кредиторам имущество, вошедшее в конкурсную массу. В США компании довольно часто прибегают к защите по 11 главе Кодекса о банкротстве, которая позволяет должнику продолжать предпринимательскую деятельность и владеть имуществом, а не по 7 главе, предполагающей окончательный выход из бизнеса. В случае с физическим лицами, процедура банкротства предоставляет «свежий старт»; интересы

кредиторов не удовлетворяются за счет будущих доходов должника[2]. Иной подход лишь повлечет увеличение сектора черного рынка.

G. Использование имущества по назначению

При изъятии имущества должника, имеющего и социальную значимость, например, предприятия, законодательство содержит гарантии продолжения использования этого имущества по его назначению даже после реализации такого имущества в ходе исполнительного производства. В эту категорию принципов материальной ответственности входят как особенности банкротства некоторых компаний (например, градообразующих предприятий или монополистов), так и уже упоминавшаяся выше защита по главе 11 Кодекса о банкротстве США.

H. Исполнение только вступившего в силу решения суда

Исполнение решения суда возможно лишь после вступления его в силу. В исключительных случаях кредитор может ходатайствовать перед судом о наложении ареста. Однако такой способ обеспечения исполнения решения суда не является панацеей. Во-первых, арест возможен лишь на сумму заявленных исковых требований; в некоторых категориях дел, особенно связанных с причинением вреда, сумма требований в ходе слушания дела может значительно возрасти. Во-вторых, ответчик сам может потребовать от истца обеспечить возможные убытки ответчика.

I. Недопустимость экстерриториальности

По общему правилу судебное решение исполняется лишь в пределах юрисдикции суда, как правило, в пределах национальной территории. Исполнение решения суда на территории другого государства значительно осложняется. В том числе, иностранный суд вправе требовать нового рассмотрения дела по существу. Так, например, США не являются стороной ни одного из международных соглашений о признании и исполнении решений иностранных судов.

Очевидно, что указанные принципы используются для обеспечения гарантий инвесторам при секьюритизации. Это использование правовых механизмов защиты от ответственности вполне правомерно, пока речь идет о действительном намерении инициатора получить финансирование. Однако в современном мире секьюритизация начинает использоваться исключительно в качестве способа ухода от ответственности. Таким образом, упомянутые выше инструменты из средства превращаются в цель.

Сегодня основными секьюритизируемыми активами являются права требования, принадлежащие инициатору, включая ипотечные кредиты, ссуды на покупку автомобилей и иные потребительские кредиты, займы коммерческим предприятиям. Однако, как верно указывали еще в 1991 Джозеф Шенкер и Энтони Коллетта[3], требования из «лизинговых соглашений в отношении офисных зданий, супермаркетов, другой коммерческой недвижимости, а также компьютеров, автомобилей, оборудования» могут стать объектом секьюритизации. Практически любое имущество пригодно в качестве базового для таких сделок.

Грамотное использование указанных принципов позволяет должнику полностью защитить себя от кредиторов и изменить баланс договорных возможностей в свою сторону. На практике большинство физических лиц либо уже защищены от материальной ответственности[4], либо могут это сделать до вступления решения суда в силу. Кроме того, развитие компьютерных технологий в последние годы значительно уменьшило стоимость хранения

---

[2] См. также Казаков А. А. *Проблемы развития системы ипотечного кредитования на современном этапе*, Рынок Ценных Бумаг, № 10, 2004

[3] Shenker C. J., Colletta A. J., 1991, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, 59 Texas Law Review 1369, стр. 1380

[4] См. Peter Cane, 1993, Atiyah's Accidents, Compen-sation and the Law, 5th ed. (обсуждение сложности исполнения решения суда против должников — физических лиц); Jennifer H. Arlen & William J. Carney, 1992, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, University of Illinois Law Review, 691, 707 («Мы ожидаем, что лица, уличенные в обмане, обычно будут защищены от суда, поскольку средства компании (и соответственно, возможность этих лиц исполнить решение и выплатить компенсации) значительно сокращаются после обнаружения обмана»); Thomas G. Bousquet, 1993, *It's Time for Mandatory Malpractice Insurance*, Texas Law Review, Dec. 6, стр. 17 (примерно 60% адвокатов в штате Техас не имеют страхования профессиональной ответственности; подавляющее большинство этих адвокатов «либо не имеют имущества, либо не имеют намерения выплачивать компенсацию своим клиентам (либо и то и другое одновременно)»). Цит. по Lynn M. Lopucki (1996).

данных и поддержания отчетности, что удешевило и стратегии защиты от материальной ответственности.

На сегодняшний день существует большое число стратегий защиты от ответственности. К ним относятся:

- стратегии привлечения обеспеченных кредитов;
- корпоративные стратегии (холдинговые стратегии и секьюритизация);
- стратегии использования оффшорных юрисдикций.

Из описанных трех стратегий нас интересует секьюритизация как способ защиты от материальной ответственности, поэтому иные стратегии в рамках этой работы рассмотрены не будут.

Кредиторы крупных известных предприятий не так часто настаивают на обеспечении. Защитные стратегии вообще менее распространены среди этой категории заемщиков, однако и крупные заемщики их используют. Две наиболее известные стратегии — построение холдингов и использование секьюритизации — основаны на принципе исполнения решения только за счет имущества должника. Указанные стратегии позволяют достигнуть состояния, когда компания — наиболее вероятный ответчик по искам практически не имеет имущества.

Холдинговые стратегии более широко применяются как средство защиты, чем секьюритизация. Однако их легче преодолеть. Ответственность дочерней компании по долгам материнской экономически обеспечивается обращением взыскания на акции или долю дочерней компании, являющиеся частью имущества материнской. В отношении ответственности материнской компании по долгам дочерней ситуация сложнее, однако законодательства многих стран содержат норму, аналогичную п. 2 ст. 105 ГК РФ, предусматривающую субсидиарную ответственность материнской компании по долгам дочерней в определенных случаях. В случае с налоговой, административной и деликтной ответственностью возможно и так называемое «разрушение корпоративной вуали» судами[5]. Согласно проф. Лопаки[6], который ссылается на других исследователей[7], эта доктрина должна применяться в основном для холдинговых структур, чтобы «ответственность соответствовала бизнесу».

Эмпирическое исследование 1583 опубликованных судебных решений по делам, связанным с разрушением корпоративной вуали, проведенное проф. Робертом Томпсоном, свидетельствует, что истцам чаще удавалось добиться отмены привилегии на ограничения ответственности в отношении компаний, принадлежавших физическим лицам, чем другим компаниям[8]. Однако практика постепенно меняется в пользу более широкого применения рассмотренной доктрины. Поэтому очевидно, что секьюритизация может дать более полную гарантию защиты.

В общем, для защиты компании необходимо декапитализировать предприятие, генерирующее ответственность. Это может быть достигнуто и без риска разрушения корпоративной вуали: классическая секьюритизация предполагает создание специальной проектной компании, защищенной от банкротства инициатора сделки с последующей продажей имущества (например, прав требования по ипотечным кредитам) такой компании. В этом она схожа с холдинговыми стратегиями защиты. Инициатор может продолжать обслуживать переданные в SPV активы, действуя в качестве агента на основании сервисного соглашения.

---

[5] Подробнее см., например, Евгений Попов, Екатерина Попова, 2002, *Корпоративная вуаль*, Коллегия, № 6, стр. 12 и след.

[6] *Supra note* 9, стр. 22

[7] Например, Stephen B. Presser, 1992, Thwarting the Killing of the Corporation: Limited Liability, Democracy, and Economics, 87 New York University Law Review 148, 173; а также Robert B. Thompson, 1994, Unpacking Limited Liability: Direct and Vicarious Liability of Corporate Participants for Torts of the Enterprise, 47 Vanderbit Law Review («Учреждение компании... предоставляет много преимуществ... но основным эффектом является изоляция учредителей от финансовой ответственности по долгам компании. Анализируя судебные дела о холдинговых структурах с учетом экономических факторов, указанных выше,...[аргументы] о необходимости ограничения ответственности... неубедительны»); Phillip I. Blumberg, 1986, Limited Liability and Corporate Groups, 11 Journal of Corporate Law 573, 575–76 (ограничение ответственности в рамках корпоративных групп не оправдано ни экономически, ни исторически). Цит. по Lynn M. Lopucki (1996).

[8] См. Thompson R. B. (1991), *Piercing the Corporate Veil: An Empirical Study*, 76 Cornell Law Review, 1036, 1055 (в 786 делах истцы добились отмены привилегии против физических лиц, а в 637 делах — против корпораций; истцы добивались успеха в 43% случаев против акционеров — физических лиц и в 37% против акционеров — юридических лиц).

Подобно корпоративным стратегиям, при секьюритизации право собственности на активы передается от лица, в отношении которого могут быть предъявлены требования. Однако у корпоративных стратегий есть один существенный минус, о котором мы писали выше — суд может сорвать корпоративную вуаль. Секьюритизация менее подвержена такому риску, особенно, если SPV не аффилировано с инициатором сделки[9]. Более того, условия сделки по продаже активов экономически разумны для обеих сторон. Таким образом, маловероятно, что суд «сорвет корпоративную вуаль» и консолидирует две такие компании.

Хорошим примером использования секьюритизации как средства защиты от материальной ответственности является дело компании Enron.

В соответствии с отчетностью Enron, компания использовала сотни SPV для увода активов и защиты от ответственности перед обществом. New York Times абсолютно верно охарактеризовала практику Enron: «Финансовые инструменты, используемые для выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами (секьюритизация), были также применены для создания искусно закамуфлированных партнерств, которые виновны в коллапсе Enron»[10]. Партнерства, организованные компанией Enron (Chewco, JEDI и LJM), например, осуществляли передачу активов Enron, классифицированную известной международной юридической фирмой Vinson & Elkins в качестве true sale»[11].

За несколько лет до фактического краха Enron, профессор Лопаки предсказывал подобное развитие событий на примере нефтяной компании Exxon.

«Посредством секьюритизации активов компания потенциально может утратить связь со всеми своими активами, продолжая при этом использовать их в обороте. Чтобы понять огромный потенциал этого подхода, предположите, что через серии сделок по секьюритизации Exxon передает контроль над всеми своими активами. Как только деньги, полученные от продажи активов, становятся доступны, они распределяются среди акционеров в виде дивидендов, и компания остается без активов и обязательств. Назовем эту стратегию защиты «Exxon-с-нулевым-балансом» (Zero-Asset Exxon). Поскольку Exxon продолжает использовать активы на основании договоров, его оборот остается точно таким же, каким он был до применения этой стратегии. Но в результате секьюритизации и распределения поступивших денег «Exxon-с-нулевым-балансом» защищен от судебного преследования».

Остается только представить себе, что могло бы произойти, успей Enron полностью закончить построение защиты.

РИСК ПЕРЕКВАЛИФИКАЦИИ. TRUE SALE

Таким образом, суды и законодатель в развитых странах смотрят на секьюритизацию не только как на способ рефинансирования, но и как на способ обхода императивных норм законодательства о банкротстве. Иными словами, суд, в случае банкротства инициатора, как правило, будет учитывать, что секьюритизация могла быть направлена не столько на получения альтернативного источника финансирования, сколько на ущемление интересов одних кредитов в пользу других кредиторов, либо акционеров или менеджеров несостоятельного должника. Процессуально суд может переквалифицировать сделку по купле-продаже пула активов и применить к отношениям инициатора и SPV нормы об обеспеченном займе, где SPV будет признано кредитором инициатора, чьи требования к инициатору обеспечены залогом пула активов. Очевидно, что такой поворот событий серьезно ущемляет интересы инвесторов — владельцев ценных бумаг SPV, поскольку они косвенно становятся кредиторами инициатора, у которого есть и иные, возможно, более привилегированные кредиторы. Соответственно, принципиальным риском

[9] Как правило, SPV контролируется трастом, бенефициарами которого являются держатели ценных бумаг этого SPV, либо непосредственно находится в публичном держании.

[10] Diana B. Henriques, «The Brick Stood Up Before. But Now?», *New York Times* (March 10, 2002)

[11] Lipson, J.C. (2002), *Two views on asset securitization and bankruptcy reform: Section 912 is Dangerous*, Business Law Today, Volume 11, Number 6 — July/August 2002.

сделки является возможность такой судебной переквалификации; как мы уже сказали выше, этот риск особо рассматривается в юридическом заключении. Предполагается, что в таком заключении юристы ответят на один вопрос: являются ли в действительности отношения по передаче пула от инициатора к SPV куплей-продажей и есть ли основания для переквалификации этой сделки. В международной практике такая действительная продажа обозначается термином true sale.

Далеко не в каждом национальном законодательстве можно найти правовое определение true sale. Как ни странно, отсутствие легального определения характерно и для правовых систем государств с высокоразвитыми рынками капитала. Именно поэтому концепция true sale была разработана судами. Более того, легальные определения true sale, характерные для законодательств многих развивающихся государств[12)], в свою очередь порождают целый ряд проблем. Рассмотрим для примера статью 13 («Способ передачи») Закона о секьюритизации активов Южной Кореи:

Для того чтобы передача секьюритизируемых активов не была признана предоставлением обеспечения, она должна происходить следующим образом в соответствии с планом секьюритизации.

1. Передача должна быть произведена путем заключения договора купли-продажи или мены.

2. Приобретатель активов в отношении передаваемых активов должен получить права распоряжения и права на прибыль…

3. Лицо, передающее активы, не должно получать право потребовать возврата секьюритизируемых активов; лицо, приобретающее активы, не должно иметь право потребовать возврата покупной цены.

4. Все риски секьюритизируемых активов переходят на приобретателя этих активов; однако, это положение не применяется в случае, если соглашением установлена обязанность Продавца активов в течение определенного периода времени нести такие риски либо предоставить гарантию Приобретателю (включая гарантию на случай неплатежеспособности должника).

Очевидно, что приведенное определение, несмотря на достаточно подробный анализ критериев true sale, оставляет открытым наиболее важный вопрос; речь идет о толковании теста «продажи активов», установленного в подпараграфах 2–4 статьи цитируемого Закона.

Поясним, суммируя положения статьи: мы можем выделить три теста — передача права распоряжения и права на прибыль; запрет условий о возврате активов и покупной цены и переход рисков. Устанавливая эти критерии, законодатель не говорит, да и не может сказать, как их исполнить, более того, учитывая абстрактность юридической техники, законодатель не может рассмотреть все варианты обхода этих условий. Действительно, ответы на поставленные вопросы можно найти лишь в судебной практике.

Таким образом, мы считаем правовую систему США наиболее подходящей для изучения концепции true sale

В соответствии с Секцией 541 Кодекса о банкротстве (Section 541 of the Bankruptcy Code), чтобы соответствовать критериям true sale, «активы должны быть выведены из состава имущества владельца активов».

Как это упомянуто в меморандуме о решении (*Memorandum of Opinion and Order*) по делу *Victoria Alloys, Inc. v. Fortis Bank SA/NV, et al (In re: Victoria Alloys, Inc), (the US Bankruptcy Court for the Northern District of Ohio Eastern Division, 2001)*, «рамки §541 позволяют распространительно толковать при установлении конкурсной массы после подачи заявления о признании лица банкротом». Исторический анализ применения правил § 541(a) демонстрирует, «что в конкурсную массу включаются все ценности, которыми обладает должник». Таким образом, если не установлено иное, в имущество должника включаются вещные и обязательственные права (real and personal property interests), осязаемые и неосязаемые имущественные права, а также имущество,

[12)] См., например, статью 3 («Запрещение осуществления предпринимательской деятельности без регистрации») правил секьюритизации активов компаний Пакистана (The Companies (Asset Backed Securitization) Rules of Pakistan); статью 3 («Регистрация плана секьюритизации»), Статью 6 («Регистрация передачи активов») Закона «О секьюритизации активов» Южной Кореи.

находящееся во владении должника, или имущество, **в котором у должника есть правовой интерес** (*выделено мной — А. К.*), находящееся у третьих лиц. В последнем случае, когда третье лицо владеет имуществом в котором должник сохраняет правовой интерес, такое имущество включается в конкурсную массу на основании § 542 или § 543 Кодекса о банкротстве. Приведенное мнение также находит подтверждение и в прецедентах, например, в деле *U. S. v. Whiting Pools, Inc., 462 U.S. 198, 103 S.Ct. 2309 76 L.Ed 2d 515 (1983)*. Такие агрессивные принципы формирования конкурсной массы получили название «доктрина существенной консолидации» (substantive consolidation doctrine). В России и странах континентальной правовой семьи доктрина консолидации в своем завершенном виде неизвестна, однако континентальный суд также вправе как переквалифицировать сделку, так и признать недействительной сделку, совершенную в определенный период времени, предшествовавший банкротству. При этом, несмотря на всю разницу правовых систем, вероятно, что критерии для подобных решений, используемые континентальным судом, будут схожи с критериями, которым руководствуется американский суд.

Указанная проблема нашла отражение и в Отчете о Национальной конференции по вопросам банкротства (Report on National Bankruptcy Conference (1998)):

«В соответствии с действующим законодательством о банкротстве, после подачи заявления о признании должника банкротом все имущественные права должника считаются вошедшими в конкурсную массу в соответствии с секцией 541(а) Кодекса о банкротстве, включая права, переданные кредиторам в качестве обеспечения. Секция 362(а) Кодекса о банкротстве запрещает кредиторам совершать любые действия, могущие затронуть конкурсную массу, без разрешения суда. Упомянутые ограничения направлены на сохранение имущества должника и исходят из коллективных интересов лиц, имеющих требования к должнику. В дополнение эти правила разработаны в первую очередь с целью санации должника, а не с целью его ликвидации».

Национальная конференция по вопросам банкротства считает, что если должник действительно продал имущество до начала процедуры банкротства, проданные активы не войдут в конкурсную массу, если только такие активы не были переданы для создания преимуществ одних кредиторов перед другими или под воздействием обмана, заблуждения, угроз. На указанных основаниях современное прецедентное право исключает секьюритизированные до начала банкротства активы из конкурсной массы.

Однако приведенное мнение Национальной конференции не всегда отвечает действительности. Так, в активно критикуемом решении по делу *Octagon Gas System Inc. v. Rimmer 995 F.2d 948 (10th Cir. 1993)*, несмотря на сложившуюся, по мнению Национальной Конференции, практику, суд десятого округа выразил мнение, что проданные активы, тем не менее, могут рассматриваться как часть имущества Продавца.

По общему правилу при вынесении решения о соблюдении true sale суд рассмотрит следующие критерии.

1. Право приобретателя обратиться к продавцу в случае неисполнения со стороны должника.

2. Контроль за активами после передачи. Так, например, в деле *Fireman's Fund Ins. Co. v. Grover, 813 F.2d 266 (9th Cir. 1987)* суд квалифицировал передачу активов в качестве займа, поскольку на продавце остались некоторые риски, а также поскольку покупная цена была привязана к процентной ставке.

3. Адекватность покупной цены.

4. Намерение сторон. Это один из наиболее часто используемых критериев. В деле *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp., Inc., 602 F.2d 538 (3d Cir. 1979)* суд отметил, что квалификация сделки в качестве купли-продажи или обеспеченного займа основывается в первую очередь на анализе намерения сторон. Это мнение было подтверждено в деле *Hatoff v. Lemons & Assocs., 67 B.R. 198 (Bankr. D. Nev. 1986)*.

Как мы видим, приведенные критерии оставляют большое место для судейского усмотрения. В настоящее время дискуссия вокруг true

sale разгорелась в США с новой силой в рамках обсуждения поправок в Кодекс о банкротстве, Закон 1998 года «О реформе института банкротства» (Bankruptcy Reform Act of 1998), Закон 1998 года «Об улучшении неттинга финансовых контрактов» (Financial Contract Netting Improvement Act of 1998). Например, по общему мнению[13], поправки к Закону 1998 года «О реформе института банкротства», предложенные 2 февраля 2000 года, в случае их принятия серьезно затронут структурирование сделок MBS и ABS. Указанные поправки отменят либо значительно упростят процедуру доказательства соответствия сделки критериям true sale.

Поправки исключают из состава имущества должника активы, переданные до начала процедуры банкротства соответствующему образованию в связи со сделкой секьюритизации, в результате которой самые старшие бумаги получили рейтинг от одного или более рейтинговых агентств. Такая передача исключает преданные активы из состава имущества при наличии письменного подтверждения со стороны владельца активов того, что соответствующие активы были проданы или переданы иным способом с намерением исключить их из состава имущества владельца активов. Активы выбывают из состава имущества, даже если в договоре предусмотрены право приобретателя обратиться с требованием к владельцу активов при просрочке должника либо обязанность или право владельца совершить обратный выкуп переданных активов. Более того, статус переданных активов с точки зрения отражения их передачи в налоговой, бухгалтерской и иной отчетности не имеет значения.

Еще более либеральных позиций придерживается Европейский форум по ценным бумагам (European Securities Forum (2001)). В своем послании Форум рекомендует Базельскому комитету избежать употребления термина true sale в новых Рекомендациях Базельского комитета, касающихся капитала (New Basel Capital Accord); вместо этого термина предлагается использовать термин «существенные условия правовой изоляции», уже содержащийся в подпараграфе 518(а) Консультативного документа Базельского комитета (Consultative Document of Basel Committee). Форум пришел к выводу, что термин true sale имеет очень узкое правовое значение и может быть признан надлежащим для целого ряда ситуаций. Как мы упомянули ранее, способы передачи активов значительно изменяются от страны к стране и от одного сектора экономики к другому. Таким образом, правовая изоляция активов, требуемая подпараграфом 518(а) Консультативного документа, достигается различными путями.

Учитывая изложенное, можно констатировать, что отсутствие единообразных стандартов оценки в результате отразилось на различии правоприменительной практики американских судов различных округов по вопросу оценки секьюритизации в случае банкротства инициатора[14]. Очевидно, что это ставит под угрозу права кредиторов, как инициатора, так и SPV. Однако с учетом наметившейся после банкротства компании Enron тенденции использования секьюритизации в качестве меры защиты от ответственности предлагавшаяся ранее реформа законодательства о банкротстве вряд ли будет реализована в ближайшее время. Поскольку национальные законодательства в вопросах секьюритизации в большинстве случаев ориентируются на американское законодательство, то весьма вероятно, что вопрос квалификации сделок так и останется пока нерешенным и в международной практике.

Таким образом, дискуссия вокруг критериев true sale далека от завершения. Более того, с ростом количества международных сделок проблема приобретает новые аспекты. Теоретическая сложность поставленной проблемы и практическая необходимость защитить интересы инвесторов и получить более высокий рейтинг должна учитываться при структурировании сделок и ведении договорной работы.

[13] См., например, McNeil and Reilly (2000); MBA Issue Paper (2001).
[14] См., например, Thomas E. Plank (1994), сравнение практики 10 округа в области true sale с практикой других округов.

ИССЛЕДОВАНИЕ ПРЕЦЕДЕНТОВ

Значительное количество подводных камней в сделках по секьюритизации, связанных с true sale, иллюстрируют многочисленные судебные решения. Ниже мы приведем три основных классических прецедента по делам, в ходе которых суд непосредственно обсуждал вопрос квалификации сделки в качестве купли-продажи либо обеспеченного займа.

1. Major's Furniture, Inc. v. Castle Credit Corp., 602 F.2d 538 (3d Cir. 1979)
2. Cohen v. Army Moral Support Fund (In re Bevill, Bressler & Schulman Asset Management Corp.), 67 B.R. 557 (D.N.J. 1986)
3. Endico Potatoes, Inc., and others vs. Cit Group/factoring, Inc., Second Circuit Nos. 1751, 1961 Decided: October 2, 1995

При этом два первых прецедента прекрасно демонстрируют, насколько разным может быть подход суда при оценке схожих обстоятельств.

MAJOR'S FURNITURE, INC. V. CASTLE CREDIT CORP.

Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp., 602 F.2d 538, 543–46 (3d Cir. 1979) признан одним из центральных прецедентов по переквалификации цессии активов, совершенной посредством договора купли-продажи в обеспеченный заем. В указанном решении суд установил, что сделка по передаче компанией — продавцом мебели прав требования факторинговой компании являлась финансированием, а не продажей, поскольку мебельная компания несла ответственность не только за действительность, но и за осуществимость требования, а фактор оплатил лишь часть переданных ему прав требования.

Для этого суд поставил перед собой вопрос: «Когда продажа более не может быть признана продажей, но лишь обеспечением займа?» Компания Major's Furniture Mart (далее — «Major's» или «Компания»), как мы уже указали, занималась продажами мебели в кредит. С целью привлечения дополнительного финансирования Компания заключила соглашение о финансировании с Castle Credit Corporation (далее — «Castle» или «Фактор»), в соответствии с которым Компания «продала» права требования к покупателям мебели Фактору. Сделка была оформлена договором купли-продажи, предусматривавшим, что «Major's полностью гарантирует осуществимость каждого из проданных по договору прав требования». Кроме того, Castle оставил за собой право по собственному усмотрению отказаться от приобретения любого из предлагаемых прав требования. В качестве покупной цены за каждое переданное право требования Castle выплатил сумму, равную остатку задолженности покупателя по договору за вычетом дисконта в 25%.

В соответствии с договором Major's предал значительное количество прав требования Фактору в период между 1973 и 1975 годами.

Сотрудничество сторон закончилось, когда Major's подал в суд иск с требованием о взыскании с Фактора уплаченного дисконта.

В ходе рассмотрения дела суд дал оценку правовой природы соглашения между Компанией и Фактором.

Суд указал, что статья 9 Единообразного торгового кодекса Пенсильвании регулирует как отношения по купле-продаже активов, так и отношения, связанные с использованием имущества в качестве обеспечения (security interests in accounts). Согласно статье 9-502 ЕТК Пенсильвании, «сторона, имеющая обеспечительное право на имущество, обязана передать должнику все плоды или доходы с такого имущества; в случае продажи имущества должник не вправе претендовать на любые плоды или доходы с имущества, если только иное не установлено в договоре». Далее, по мнению суда, ЕТК Пенсильвании не содержит норм, позволяющих классифицировать сделку в качестве купли-продажи или обеспечения, оставляя этот вопрос на усмотрение суда с учетом сложившихся обстоятельств. Более того, по мнению суда в деле Major's, суд не связан никоим образом соглашением сторон. Таким образом, суд отверг довод ответчика (Castle), что стороны, заключив договор купли-продажи, явно продемонстрировали свое намерение, и сделка попадает под критерии true sale.

Большое внимание суд уделил положениям договора о гарантиях осуществимости переданных прав.

Суд отклонил довод Major's, что наличие подобных гарантий автоматически превращает право собственности в отношении переданных активов в залог этих активов. Тем не менее, суд нашел, что условия о гарантиях исполнения могут послужить основой для квалификации сделки в качестве займа. При этом суд провел анализ условий предоставленной гарантии и принял во внимание следующие обстоятельства.

- Major's оставлял за собой все кредитные риски передаваемых активов.
- Major's давал гарантии того, что должники по обязательствам, права требования к которым передавались, удовлетворяли всем критериям, установленным Фактором.
- Major's проводил проверки, чтобы удостовериться в том, что покупатели мебели действительно удовлетворяли критериям, установленным Фактором.
- Major's гарантировал действительность прав требования, включая возможность их судебной защиты, а также их полную осуществимость.
- Major's был обязан компенсировать Castle все убытки, связанные с ненадлежащим исполнением должниками своих обязательств.
- Major's был обязан произвести обратный выкуп права требования, просрочка по которому превысила 60 дней.

На основании этих условий суд установил, что кредитные риски (риск неисполнения обязательства) активов полностью возложены на Компанию.

По мнению суда, само по себе право на возврат имущества продавцу в оговоренных случаях еще не означает, что сделка не является куплей-продажей. Однако, принимая во внимание указанные условия договора в их совокупности, суд пришел к выводу, что Castle рассматривал сделку в качестве обеспеченного займа истцу, а не как полную окончательную передачу имущества в собственность от истца к ответчику.

COHEN V. ARMY MORAL SUPPORT FUND

Решение по делу Major's стало объектом значительной критики. Мишенью критики стала опасность судебного усмотрения для надежности гражданского оборота, поскольку судебное усмотрение практически исключает возможность существования стандартов, позволяющих гарантированно определить правовую природу сделки в момент ее заключения. Ряд судов с учетом этой критики в аналогичных решениях не применили прецедент Major's v. Castle, принимая во внимание мнение, высказанное в самом решении, что простая гарантия осуществимости обязательства (гарантия платежа) может соответствовать критериям true sale. Одно из таких решений было вынесено по делу *Cohen v. Army Moral Support Fund (In re Bevill, Bressler & Schulman Asset Management Corp.)*, 67 B.R. 557 (D.N.J. 1986)

В этом деле суд по делам о банкротстве счел намерение сторон, выявленное при интерпретации договора, основополагающим фактором для квалификации сделки в качестве true sale. Вопрос, поставленный перед судом, как раз и заключался в определении правовой природы отношений по передаче имущества, опосредованных договорами купли-продажи и обратной купли-продажи. По мнению суда, применимое право штатов Нью-Йорк и Нью-Джерси предусматривает, что такого рода соглашения «должны толковаться в соответствии с вероятным намерением сторон». Соответственно, намерение сторон, явно демонстрируемое в контракте, должно приниматься во внимание «безотносительно к внешним свидетельствам».

Действительно, в деле Major's суд явно и неоднократно указывал, что при квалификации сделки в первую очередь во внимание принимается существо правовых отношений сторон, и «суд не связан правовыми средствами, которые стороны применили в их отношениях». В деле Cohen подчеркнуто, что юридическую силу имеет намерение сторон в том виде, в каком оно воплощено в договоре безотносительно «внешних обстоятельств».

ENDICO POTATOES, INC., AND OTHERS VS. CIT GROUP/FACTORING, INC.

В деле *Endico Potatoes, Inc., and others vs. Cit Group/factoring, Inc.*, Second Circuit Nos. 1751, 1961 Decided: October 2, 1995, суду также предстояло классифицировать договор факторинга в качестве либо финансирования под залог, либо продажи (true sale).

Основанием для классификации сделки стал анализ распределения рисков между сторонами. В обосновании своей позиции суд, в том числе, ссылался на решение по делу *Major's*.

При квалификации сделки суд принимал во внимание ряд факторов, включая и право кредитора на получение от должника любого рода возмещений в случае, если переданных прав требования недостаточно для этих целей. Одновременно значимость имеет и оборотная сторона вопроса — необходимо выяснить, имел ли должник право после погашения задолженности перед кредитором получить назад остаток стоимости переданных кредитору активов.

Как было установлено судом, уже первое предложение Соглашения о финансировании содержит оговорку о том, что CIT получает только обеспечительный интерес в правах требования: CIT «подтверждает условия Соглашения, в соответствии с которыми [CIT] будет предоставлять займы и предоплаты в обмен на передачу в обеспечение прав требования».

Таким образом, ряд тестов указывает на то, что сделка не является true sale:

- буквальное толкование условий Соглашения указывает на то, что воля сторон была направлена на организацию финансирования под залог прав требования;
- передача прав требования от Merberg к CIT не повлекла уменьшения суммы долга;
- задолженность Merberg погашалась только в денежной форме;
- Merberg фондировал задолженность из любых доступных источников;
- по условиям Соглашения после возврата суммы долга CIT передавал Merberg удерживаемые активы.