Ипотечные облигации в российском законодательстве: посткризисная практика

Владимир ДРАГУНОВ,
партнер, Baker & McKenzie

С момента своего прихода в компанию в 1997 году специализируется в области банковского и финансового права. В течение двух лет работал в лондонском офисе Baker & McKenzie. Участвовал в структурировании и реализации самых первых сделок по секьюритизации, проведенных в России и в странах СНГ. Является ведущим юристом в области банковского и финансового права согласно международным рейтингам Chambers Europe, Chambers Global, IFLR1000, Legal 500 EMEA и PLC Which Lawyer.

В 1997 году с отличием окончил факультет международного права Московского государственного института международных отношений. Кроме того, получил степень магистра права с отличием (специальность «Банковское и финансовое право») в Лондонском университете.

Ольга ЭРМАН,
юрист, Baker & McKenzie

Специализируется в области общего банковского и финансового права, структурированного финансирования и секьюритизации, банковского и корпоративного кредитования, проектного финансирования и финансирования строительства.

В 2008 году окончила международно-правовой факультет Московского государственного института международных отношений.

В 2004–2008 годах секьюритизация активов российских оригинаторов осуществлялась в основном путем выпуска ценных бумаг иностранными компаниями специального назначения (SPV). Такие ценные бумаги обеспечивались пулом активов, передаваемых российскими оригинаторами в пользу SPV путем действительной продажи (true sale). Однако начиная с 2007 года оригинаторы стали демонстрировать возрастающий интерес к секьюритизации, осуществляемой именно в России.

Поддержка ипотечного рынка со стороны Правительства РФ дала новый импульс развитию внутренней секьюритизации. В частности, Внешэкономбанк и АИЖК запустили специальные программы, направленные на рефинансирование ипотеки, ускорение развития внутреннего рынка ипотечного кредитования и повышение доступности ипотечных кредитов для граждан. В рамках данной программы ВЭБ осуществляет приобретение ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), которые соответствуют определенным критериям, установленным программой. В частности, ипотечные кредиты, включенные в пул ипотечных активов, являющихся обеспечением по выкупаемым облигациям, должны быть предоставлены для приобретения объектов на первичном рынке и выданы не ранее 1 июля 2009 года. ВЭБ планирует реализацию данной программы до 2013 года. Программа, осуществляемая АИЖК, также предполагает выкуп ИЦБ. Как облигации, так и ипотечные активы, являющиеся обеспечением по выкупаемым облигациям, должны удовлетворять определенным требованиям, установленным АИЖК. В частности, выкупаемые облигации должны быть номинированы в рублях, отношение размера кредита к стоимости залога по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия, должно составлять не более 80%, а минимальный размер пула закладных — не менее 1 млрд руб.

Планируется, что программа АИЖК будет действовать до конца 2012 года, но может быть и продлена. Кроме того, при условии выполнения ряда требований к ипотечным активам, входящим в ипотечное покрытие, а также параметрам выпускаемых облигаций с ипотечным покрытием АИЖК может предоставить солидарное поручительство по ипотечным облигациям. Оно дает возможность включать ипотечные облигации в Ломбардный список и привлекать дополнительное финансирование в Банке России.

РЕГУЛИРОВАНИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ

В настоящее время в России не существует специального законодательства, регулирующего секьюритизацию активов, за исключением ипотечных. Секьюритизация ипотечных активов регулируется Федеральным законом от 11.11.2003 года № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Помимо этого закона, к секьюритизации применимы нормы Гражданского кодекса, Федерального закона от 2.12.1990 года № 395-1 «О банках и банковской деятельности», Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и иные нормативно-правовые акты.

Начиная с 2005 года российские законодательные органы и регуляторы, включая Федеральную службу по финансовым рынкам, работают над подготовкой ряда законопроектов, которые призваны внести изменения в существующее законодательство для того, чтобы облегчить осуществление секьюритизации различных видов активов в России. Они предусматривают внесение изменений в существующие нормативные акты, включая Гражданский кодекс, законодательство о банковской деятельности, ценных бумагах и банкротстве.

Кроме того, в начале августа Правительство РФ одобрило ряд поправок в закон об ИЦБ, которые направлены на облегчение работы участников рынка. Законопроект, в частности, разрешает ипотечному агенту осуществлять некоторые дополнительные виды деятельности, например привлекать кредиты. На практике в зависимости от структуры сделки кредиты могут быть использованы для финансирования расходов ипотечного агента, вывода прибыли, формируемой на агенте (через проценты по кредиту) и так далее. Формально закон и раньше не содержал запрета на привлечение ипотечными агентами кредитов, однако прямое указание на такую возможность снимает риски различного толкования существующих норм. Поправки также связаны с уточнением отдельных положений о субординации выпусков, а также с отменой устаревшего положения об обязательной выплате купонного дохода по облигациям не реже одного раза в год.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

На данном этапе большинство сделок секьюритизации ипотечных активов осуществляется в соответствии с законом об ИЦБ путем выпуска ипотечных бумаг, в частности выпуска облигаций, обеспеченных ипотечными активами, самим банком-оригинатором (балансовая секьюритизация) и выпуска обеспеченных ипотечными активами облигаций специально созданной компанией – ипотечным агентом (внебалансовая секьюритизация). В первом случае ипотечное покрытие, обеспечивающее требования держателей облигаций, находится на балансе банка-оригинатора, во втором случае банк-оригинатор продает пул ипотечных активов в пользу ипотечного агента, который осуществляет выпуск облигаций, обеспеченных данным пулом.

Основными преимуществами внебалансовой секьюритизации являются возможность получения более высокого рейтинга по ИЦБ (следовательно, более дешевого финансирования), а также высвобождение капитала и резервов для банка-оригинатора. Кроме того, при внебалансовой секьюритизации риски неисполнения заемщиками обязательств перед банком-оригинатором переходят на инвесторов – владельцев облигаций, в отличие от балансовой секьюритизации, при которой держатели облигаций, выпущенных банком-оригинатором, имеют возможность предъявить требования к банку в случае дефолта по таким бумагам.

Балансовая секьюритизация сопряжена с меньшими расходами и может быть реализована в более короткие сроки. Кроме того, при использовании данной структуры нет необходимости уведомлять заемщиков и страховые компании об уступке прав (требований) и соблюдать другие требования закона при осуществлении продажи активов (например, требование необходимости получения разрешения ФАС). Однако при осуществлении балансовой секьюритизации выпуск облигаций должен быть зарегистрирован в ЦБ, и в регистрационных документах банк обязан раскрыть информацию о своей деятельности за последние пять лет.

Закон об ИЦБ устанавливает основные требования к ипотечному покрытию, а также к лицам, являющимся ипотечны-

ми агентами, регулирует контроль за распоряжением имуществом, составляющим ипотечное покрытие, и порядок эмиссии и обращения облигаций с ипотечным покрытием, а также устанавливает требования к раскрытию информации эмитентами ИЦБ. Вместе с тем, ряд возможностей, доступных при трансграничной секьюритизации активов, данным законом не предусмотрен. В частности, закон об ИЦБ не предусматривает возможности установления запрета на реорганизацию эмитента ИЦБ, ограничения права сторон сделки взыскивать задолженность с эмитента в судебном порядке, а также ограничения права держателей облигаций предъявлять требования к эмитенту в размере, превышающем размер обеспечения по выпускаемым облигациям. Отсутствие подобных ограничений, применяющихся за рубежом, создает дополнительные риски для сделки.

Эмиссия ИЦБ, как правило, разделяется на несколько траншей. Выплаты по младшему траншу осуществляются после полного удовлетворения требований владельцев ценных бумаг старшего транша. Старший транш имеет максимально возможный кредитный рейтинг и, как правило, размещается по открытой подписке. Младший транш обычно либо выкупается оригинатором, либо размещается по закрытой подписке. Особенностью сделок, осуществляемых после кризиса, стал поиск новых, более гибких форм и структур выпусков ценных бумаг, позволяющих охватить как можно более широкий круг инвесторов. С этой целью ряд последних сделок предполагал выпуск в рамках одной сделки нескольких старших траншей (то есть траншей с одинаковой очередностью исполнения эмитентом обязательств в пользу держателей облигаций разных траншей). Фактически такая структура предполагает, что в случае дефолта эмитента владельцы ценных бумаг всех старших траншей получают одинаковую очередность при удовлетворении своих требований. При этом, поскольку предложение облигаций осуществляется в рамках нескольких старших траншей, то эмитент имеет возможность устанавливать различные условия обращения облигаций (например, ставку купона, срок обращения, порядок погашения и прочие). Существенно, что все старшие транши имеют одинаковый рейтинг. Все это позволяет структурировать сделку наиболее гибко и предложить ценные бумаги высокого качества различным категориям инвесторов.

В настоящий момент также существует ряд возможностей, позволяющих эмитентам повысить эффективность сделки по секьюритизации ипотечных активов. Например, при осуществлении внебалансовой секьюритизации у ипотечного агента есть возможность привлечь финансирование для накопления ипотечного покрытия оригинатором (бридж-финансирование). В этом случае оригинатор осуществляет передачу своего пула ипотечных активов в пользу агента, который привлекает средства под обеспечение полученных ипотечных активов, при этом ипотечный агент может обслуживать привлеченные займы за счет средств, генерируемых пулом ипотечных активов. Преимущество данной структуры для оригинатора заключается в том, что он имеет возможность передать портфель ипотечных активов на баланс ипотечного агента (высвободив резервы и капитал), а также накопить необходимый критический объем ипотечных кредитов, делающий реализацию сделки секьюритизации эффективной для оригинатора. В качестве альтернативы возможно предоставление бридж-финансирования непосредственно банку, минуя ипотечного агента. В этом случае на начальном этапе банку даже не потребуется учреждать ипотечного агента, что также снизит текущие расходы для банка.

Высокий интерес среди участников рынка также дает возможность объединения различными банками пулов ипотечных кредитов в рамках одной сделки. По сути, банки, которые не могут осуществить секьюритизацию ипотечных активов самостоятельно из-за небольшого объема накопленных активов, могут проводить продажу своих ипотечных активов в пользу ипотечного агента, который осуществит выпуск облигаций, обеспеченных залогом ипотечных активов нескольких банков (пула банков). Это позволит участвующим в сделке банкам самостоятельно осуществить секьюритизацию своих ипотечных активов, а также значительно сократить издержки, связанные с выпуском облигаций. До сих пор на внутреннем рынке подобные сделки не проводились, что отчасти связано с несовершенством российского законодательства. Тем не менее, в посткризисный период, когда банки стремятся ограничить свои издержки и получить доступ к более дешевому финансированию, подобная структура может быть крайне востребована и интересна как альтернатива классической секьюритизации с одним банком-оригинатором.

ВОЗМОЖНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО О СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

В настоящее время закон об ИЦБ не содержит каких-либо специальных упрощенных правил выпуска облигаций с ипотечным покрытием с баланса банка по сравнению с выпуском обычных облигаций. Однако в связи с тем, что подготовка и регистрация проспекта ценных бумаг, содержащего информацию о деятельности кредитной организации за последние пять лет, является длительным и трудоемким процессом, внесение в закон об ИЦБ поправок, предусматривающих возможность осуществления нескольких выпусков облигаций с ипотечным покрытием на основе единого проспекта ценных бумаг, позволило бы кредитным организациям более оперативно и с меньшими затратами осуществлять балансовую секьюритизацию. Для этого в законе об ИЦБ должно быть предусмотрено, что проспект ипотечных ценных бумаг может быть зарегистрирован до регистрации выпусков облигаций с ипотечным покрытием. Такой проспект ИЦБ может предусматривать предельный совокупный объем всех выпусков облигаций с ипотечным покрытием, выпускаемых на основе данного проспекта. В целях упрощения процедуры эмиссии облигаций с ипотечным покрытием законом может быть предусмотрено, что регистрация выпусков облигаций с ипотечным покрытием, осуществляемая после регистрации проспекта, должна быть проведена в течение более короткого срока (например, в течение 14 дней) с даты предоставления документов для государственной регистрации (в настоящее время этот срок составляет 30 дней).

Кроме того, в целях упрощения внебалансовой секьюритизации было бы целесообразно предусмотреть в законе об ИЦБ возможность включения денежных средств, полученных в результате совершения сделок с производными финансовыми инструментами (в том числе опционными контрактами и своп-контрактами), в ипотечное покрытие для того, чтобы в него могли быть включены денежные средства, полученные ипотечным агентом в результате совершения сделок, направленных на хеджирование рисков, связанных с изменением валютных курсов (например, в случае когда обязательства, входящие в состав ипотечного портфеля, номинированы в долларах, а облигации — в рублях).

В связи с тем что в настоящее время ипотечное покрытие не может составлять требования в отношении закладных, заложенных в обеспечение иных обязательств, логично предусмотреть и возможность включения в ипотечное покрытие закладных, заложенных в обеспечение исполнения обязательств, которые могут возникнуть у ипотечного агента в связи с осуществлением сделки промежуточного финансирования. В доработке нуждается и процедура предъявления требований владельцами облигаций с ипотечным покрытием к эмитенту в случае его несостоятельности. В настоящее время, в случае когда требования владельцев облигаций с ипотечным покрытием не могут быть удовлетворены в полном объеме в ходе реализации ипотечного покрытия, владельцы облигаций не имеют возможности вовремя включить свои требования в реестр иных кредиторов эмитента.

Описанные предложения по внесению изменений в законодательство могли бы существенно облегчить проведение сделок по секьюритизации ипотечных активов и, как следствие, способствовали бы развитию рынка ипотечного кредитования.