Андрей МУРЫГИН,
партнер практики рынков капитала, московский офис «Линклейтерз»

Является партнером практики рынков капитала в московском офисе «Линклейтерз» с 2006 года. Обладает значительным опытом консультирования международных банков и финансовых институтов в области российских структурных продуктов, финансирования под обеспечение в виде акций и международных сделок с деривативами. Он также неоднократно представлял интересы клиентов в крупных сделках на рынках акционерного и заемного капитала.

В числе его проектов на рынке секьюритизации консультирование АИЖК и «ВТБ Капитала» в связи с выпусками ипотечных ценных бумаг, работа над первой российской лизинговой секьюритизацией, консультирование по сделкам синтетической секьюритизации и другие.

Максим КРАЙНОВ,
юрист практики рынков капитала, московский офис «Линклейтерз»

Работает в «Линклейтерз» с 2008 года. Является юристом практики рынков капитала в московском офисе фирмы и специализируется в области сделок на рынках капитала, включая международные и российские сделки на рынках акционерного и заемного капитала, а также в области структурного и акционерного финансирования. В 2009 году окончил юридический факультет МГЮА. К числу сделок с его участием относятся в том числе две сделки секьюритизации ипотечных кредитов российского банка «Возрождение», четвертая и девятая сделки по секьюритизации ипотечных кредитов ОАО «АИЖК», продажа пула ипотечных активов Morgan Stanley на сумму $500 млн ОАО КБ «Восточный» и другие.

Поручительство АИЖК в ипотечной секьюритизации

Выдача поручительства ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК) по ипотечным ценным бумагам наряду с программами АИЖК по выкупу закладных и ипотечных ценных бумаг является востребованным механизмом рефинансирования, который способствует повышению ликвидности банков, осуществляющих ипотечное кредитование в России.

Согласно указанию Банка России[1], облигации с ипотечным покрытием, не имеющие кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств, могут быть включены в Ломбардный список Банка России, если исполнение обязательств эмитента по ним обеспечено солидарным поручительством АИЖК. Очевидно, что это делает такие облигации привлекательными не только для рыночных инвесторов, но и для самих банков, организующих выпуск бумаг, поскольку позволяет получать ликвидность через рефинансирование в Банке России. Некоторые российские банки, такие как АКБ «Московский Банк Реконструкции и Развития», ЗАО «Банк Жилищного Финансирования», АКБ «ФОРА-БАНК» и другие, реализовали сделки по выпуску ипотечных ценных бумаг, обеспеченных поручительством АИЖК. Само АИЖК через своих ипотечных агентов (например, ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2011-1» и ЗАО «Ипотечный агент АИЖК

[1] Указание Банка России от 10.08.2012 № 2861-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России»

2013-1») также осуществило выпуск облигаций с ипотечным покрытием, по которым предоставило собственное поручительство.

Мы предлагаем рассмотреть реализованные механизмы поручительства АИЖК в сделках секьюритизации и проанализировать некоторые правовые вопросы, возникающие в связи с реализацией таких механизмов.

Как правило, модель поручительства, предоставляемого АИЖК, предполагает описанные ниже элементы (на примере анализа последних выпусков ипотечных ценных бумаг с поручительством АИЖК — ЗАО «Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2011-1» и ЗАО «Ипотечный агент ФОРА»[1]).

Старший выпуск облигаций с ипотечным покрытием имеет дополнительное обеспечение в форме поручительства АИЖК. Поручительство предоставляется в форме публичной оферты АИЖК, являющейся частью решения о выпуске соответствующего старшего транша облигаций. Оферта может быть акцептована владельцами облигаций путем приобретения облигаций. Поручительство предусматривает осуществление агентством выплат владельцам в счет исполнения обязательств эмитента по уплате непогашенной номинальной стоимости облигаций и/или начисленного купонного дохода по ним, а также по досрочному погашению облигаций (в некоторых случаях — процентов за несвоевременное исполнение обязательств по облигациям) в случае дефолта эмитента. Каждый из владельцев при наступлении дефолта по облигациям вправе обратиться к АИЖК с требованием о совершении соответствующих выплат по облигациям вместо эмитента. Если поручителю заявлены требования о выплате начисленного купонного дохода либо о частичном погашении облигаций, поручитель после рассмотрения и одобрения требований владельцев самостоятельно осуществляет указанные выплаты. Если же владельцы заявляют требования о полном погашении облигаций, тогда АИЖК после рассмотрения и одобрения таких требований инструктирует владельцев о том, как осуществить перевод «погашаемых» облигаций на его счет депо, открытый в НКО ЗАО «НРД» как в депозитарии, осуществляющем обязательное централизованное хранение облигаций). После этого выплата владельцу в счет полного «погашения» облигаций осуществляется по правилам, установленным НРД для переводов ценных бумаг по встречным поручениям с контролем расчетов по денежным средствам («поставка против платежа»). При этом одновременно АИЖК получает «погашаемые» облигации, а владелец — их остаточную стоимость. Далее эмитент, в зависимости от того, какое требование владельцев облигаций АИЖК удовлетворил, либо возмещает АИЖК понесенные в ходе исполнения обязательств по поручительству расходы (в случае выплаты АИЖК владельцам купонного дохода и/или частичного погашения облигаций), либо объявляет о полном досрочном погашении облигаций и таким образом выплачивает АИЖК их остаточную номинальную стоимость (в случае выплаты АИЖК владельцам стоимости полного «погашения» облигаций).

Вышеописанный механизм поручительства является типовым для большинства сделок секьюритизации, в которых предоставлялось поручительство АИЖК. Вместе с тем, АИЖК в одной из своих недавних сделок (дебютный выпуск облигаций с ипотечным покрытием, обеспеченных поручительством АИЖК эмитента ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2013-1»; выпуску был присвоен кредитный рейтинг международного рейтингового агентства) внедрило некоторые инновационные элементы в стандартную модель поручительства. Так, поручительство, выданное АИЖК в рамках указанного выпуска облигаций, предусматривает, что при наступлении технического дефолта по облигациям АИЖК как поручитель до наступления события дефолта (то есть в течение льготного периода технического дефолта) и без предъявления ему требований владельцами вправе по своей инициативе направить денежные средства (невыплаченный купонный доход либо платежи в счет частичного погашения облигаций) в НРД для их распределения между владельцами облигаций. Такой подход позволяет избежать ситуации «полного» дефолта эмитента и дополнительных расходов поручителя по вы-

[1] Более ранние выпуски облигаций с поручительством АИЖК (например, ОАО «АРИЖК» и др.) предусматривают в целом аналогичную модель поручительства.

плате процентов в период дефолта. В случае неисполнения эмитентом обязательств по полному погашению облигаций поручитель осуществляет соответствующие платежи владельцам на основании их требований (аналогично порядку, описанному выше в стандартной модели поручительства АИЖК).

Такие нововведения пока не были полностью протестированы на рынке, поэтому мы рассмотрели ряд непростых юридических вопросов, возникающих при реализации инновационных элементов.

Согласно условиям указанного поручительства АИЖК, получив от эмитента уведомление о наступлении технического дефолта по облигациям, АИЖК как поручитель по облигациям до наступления события дефолта перечисляет денежные средства, подлежащие выплате владельцам облигаций, в НРД для распределения среди владельцев облигаций в порядке, установленном ст. 7.1 Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 года «О рынке ценных бумаг» (НРД передает выплаты по облигациям своим депонентам — номинальным держателям и/или владельцам). Таким образом, очевидно, что поручитель самостоятельно инициирует выплаты владельцам в период наступления технического дефолта.

Действующее законодательство прямо не предусматривает право поручителя совершать платежи в счет исполнения обязательства должника, обеспеченного поручительством, по инициативе поручителя (то есть в отсутствие требования кредитора к поручителю). Вместе с тем, законодательство прямо не запрещает поручителю совершать такие платежи. Согласно сложившейся рыночной практике, поручитель обычно осуществляет выплаты после получения соответствующего требования от кредитора.

Кроме того, в действующем законодательстве не содержится указаний на то, следует ли считать наступление события технического дефолта по облигациям достаточным основанием для того, чтобы поручитель мог совершить платеж вместо должника по обязательству, обеспеченному поручительством. Таким образом, с учетом несформированности четкой судебной практики по этому вопросу, а также ввиду отсутствия опубликованных официальных разъяснений надзорных органов по нему, на наш взгляд, можно говорить о существующей правовой неопределенности для данной модели поручительства в вопросе, считать ли указанные выплаты АИЖК как поручителя по облигациям, совершенные в период технического дефолта (то есть до наступления дефолта по облигациям) и до получения соответствующих требований от владельцев облигаций, платежами, совершенными во исполнение обязательств АИЖК по договору поручительства. Теоретически возможна точка зрения (с учетом обозначенной выше неопределенности в регулировании приведенного механизма поручительства), согласно которой такие платежи АИЖК могут рассматриваться в качестве каких-то иных типов платежей владельцам облигаций. Например, можно было бы усмотреть в таких платежах поручителя элементы отношений займа, выданного в пользу эмитента, что могло бы повлечь какие-то непредвиденные последствия для эмитента. Эмитент может быть обязан вернуть сумму такого займа и проценты АИЖК, что само по себе не должно приводить к оспариванию платежей по поручительству, совершенных АИЖК в пользу держателей облигаций, то есть влиять на отношения между эмитентом/АИЖК и держателями облигаций.

Однако такая точка зрения представляется достаточно умозрительной и не оправданной существом возникающих коммерческих отношений, поскольку реальной мотивацией поручителя является именно скорейшее (после момента технического дефолта) исполнение своих обязательств именно по договору поручительства и минимизация своих потерь. Правильность признания платежей АИЖК, совершенных в указанных обстоятельствах, платежами по договору поручительства, может обосновываться следующими аргументами. В судебной практике существует решение[1], в котором суд признает наступление события технического дефолта достаточным основанием для предъявления требования к поручителям по облигациям. В практике судов есть еще несколько решений, в которых суды косвенно соглашаются с таким подходом. Соответственно, АИЖК как поручитель по облигациям может, основываясь на этой

[1] Постановление ФАС Московского округа от 13.12.2010 № КГ-А40/13604-10 по делу № А40-90858-134-477.

позиции судов, совершать платежи владельцам облигаций до наступления «полного» дефолта эмитента, то есть в период технического дефолта. При этом даже если предположить, что в конкретном случае суд сочтет, что наступление события технического дефолта не порождает право кредитора требовать исполнения от поручителя, поручитель может быть вправе исполнить за эмитента его обязательства перед держателями облигаций в период технического дефолта на основании п. 1 ст. 313 Гражданского кодекса РФ (ГК РФ), которая предусматривает, что исполнение обязательства может быть возложено должником на третье лицо. Такое исполнение поручителем не обязательно должно быть обусловлено требованиями держателей облигаций к поручителю, так как в силу п. 1 ст. 313 ГК РФ кредитор обязан принять исполнение, предложенное третьим лицом за должника. Согласно разъяснениям, данным Высшим Арбитражным Судом РФ (ВАС РФ)[1], поручитель не лишен права предложить кредитору надлежащее исполнение обязательства за должника по правилам п. 1 ст. 313 ГК РФ.

Другим дискуссионным вопросом в приведенной структуре поручительства, имеющим практическое значение, является вопрос о прекращении поручительства на основании совпадения должника и кредитора по обязательству. Описанная выше модель поручительства предполагает передачу владельцами полностью «погашенных» облигаций на счет депо АИЖК после того, как АИЖК в роли поручителя перечислит владельцам платежи по таким облигациям. Кроме того, в некоторых случаях на практике выпуски облигаций с поручительством АИЖК размещаются эмитентом по закрытой подписке в пользу самого АИЖК (впоследствии АИЖК размещает облигации среди рыночных инвесторов). Может возникнуть вопрос, должно ли в указанных случаях прекращаться поручительство АИЖК по облигациям, поступившим на счет АИЖК, в силу ст. 413 ГК РФ, которая гласит, что при совпадении должника и кредитора в одном лице обязательство прекращается. Если предположить, что поручительство прекращается в таком случае, то получается, что к новым владельцам облигаций, которым АИЖК сможет их продать, попадут облигации худшего кредитного качества. Можно утверждать, что в приведенных случаях не следует считать обязательства АИЖК, вытекающие из договора поручительства, прекратившимися.

Для такого вывода есть следующие основания. ВАС РФ в одном из своих постановлений[2] разъяснил, что поручитель, приобретший облигации, исполнение обязательств по которым было обеспечено его поручительством, и впоследствии передавший их третьим лицам, продолжает отвечать перед облигационерами за исполнение эмитентом обязательств по ним в соответствии с условиями поручительства. По нашему мнению, приведенный подход охватывает не только ситуации приобретения поручителем таких облигаций у их держателей, но и размещение облигаций поручителю. Ранее Федеральная служба по финансовым рынкам РФ в своих частных разъяснениях применяла подход, аналогичный позиции ВАС РФ, к ситуации приобретения поручителем облигаций, обеспеченных его поручительством, в порядке суброгации после исполнения поручителем обязательств эмитента. Вероятно, в ситуации приобретения таких облигаций поручителем по процедуре закрытой подписки применяемый подход не должен принципиально отличаться. Но даже если предположить, что при размещении облигаций поручителю договор поручительства не будет заключен с первым владельцем облигаций, поскольку он является поручителем, нам кажется очевидным, что сам этот факт не должен приводить к прекращению действия безотзывной оферты (в описанной выше модели поручительство сформулировано как оферта, адресованная владельцам облигаций) и, следовательно, такая оферта может быть акцептована последующим приобретателем облигаций (то есть приобретателем, не являющимся поручителем).

[1] П. 12 Постановления Пленума ВАС РФ от 12.07.2012 № 42 «О некоторых вопросах разрешения споров, связанных с поручительством».

[2] П. 45 Постановления Пленума ВАС РФ от 12.07.2012 № 42 «О некоторых вопросах разрешения споров, связанных с поручительством».