Екатерина ПЕРВОВА,
юрист, PwC Russia

До прихода в PwC Russia в 2013 году работала в ипотечном банке «ДельтаКредит» (Societe Generale Group) и в международной юридической фирме «Бейкер и Макензи» (Москва), где специализировалась среди прочего на юридическом сопровождении сделок ипотечной секьюритизации для банков и финансовых институтов. Принимала активное участие в проведении первых сделок балансовой секьюритизации, в том числе сделки банка «ДельтаКредит» по секьюритизации ипотечных кредитов с баланса банка (этому выпуску впервые в истории российского фондового рынка был присвоен рейтинг Moody's на две ступени выше корпоративного рейтинга банка).

Окончила МГЮА по специальности «Гражданское и семейное право». В настоящее время заканчивает программу MBA «Банки и финансы» в Высшей школе экономики.

Юридическое регулирование и риски балансовых ипотечных сделок

Альтернативой внебалансовой секьюритизации жилищных ипотечных кредитов (residential mortgage backed securities, RMBS) является балансовая секьюритизация, или covered bonds, то есть механизм выпуска облигаций с обеспечением непосредственно самим банком-оригинатором под обеспечение пула активов, который остается на балансе банка. В течение 2013 года мы наблюдали все больший интерес участников российского фондового рынка к этому виду финансового инструмента: как со стороны крупных банков, желающих привлечь фондирование на рынке, так и со стороны инвесторов. Так, с точки зрения банка-эмитента, балансовая секьюритизация является сравнительно простым и дешевым способом фондирования, реализация которого возможна в относительно короткие сроки по сравнению с выпусками RMBS. Среди эмитентов, выпускающих covered bonds, на российском рынке известны следующие эмитенты: ВТБ 24, КБ МИА, «ДельтаКредит», ЮниКредит Банк.

С точки зрения инвестиционной привлекательности covered bonds по сравнению с RMBS считаются более надежными благодаря наличию у владельцев таких облигаций права двойного регресса или так называемой двойной защиты (dual recourse) — права преимущественного удовлетворения требований по облигациям как из стоимости имущества, составляющего обеспечение, так и права требования к самому банку-эмитенту, если при реализации обеспечения требования инвесторов не были полностью удовлетворены.

Одним из недостатков российских covered bonds являлся тот факт, что долгое время считалось невозможным получить по такой бумаге рейтинг выше банка-эмитента. Однако в конце 2012 года международное рейтинговое агентство Moody's присвоило долгосрочный рейтинг Baa1 (на две ступени выше кредитного рейтинга банка) балансовому выпуску облигаций с ипотечным покрытием банка «ДельтаКредит» серии 09-ИП объемом 5 млрд руб.

Рейтинг был присвоен на основе не только кредитного качества банка-эмитента, но и качества ипотечного покрытия, а также детального анализа действующего законодательства, которым регулируется выпуск ипотечных ценных бумаг в России.

Балансовая секьюритизация ипотечных кредитов регулируется ФЗ от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — закон № 152-ФЗ). Кроме того, к регулированию балансовых ипотечных сделок также применимы нормы Гражданского кодекса, ФЗ от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг», законодательства о банкротстве и иные нормативно-правовые акты.

Говоря о правовом регулировании балансовых ипотечных сделок секьюритизации, следует также отметить, что 2013 год был ознаменован целым рядом поправок в законодательство о секьюритизации, направленных, прежде всего, на развитие российского рынка секьюритизации в целом, а также на повышение привлекательности балансовых ипотечных сделок. Тем не менее, все еще остается ряд пробелов на законодательном уровне, из-за которых возникает некоторая правовая неопределенность и юридические риски, характерные для проведения балансовых ипотечных сделок секьюритизации в России.

АКСЕЛЕРАЦИЯ

В соответствии с законом № 152-ФЗ, возможны два сценария развития событий, зависящие от момента наступления факта неисполнения обязательств по облигациям с ипотечным покрытием. Такое неисполнение возможно:

- до банкротства банка-эмитента;
- при признании банка-эмитента банкротом.

От возможности управления риском досрочного погашения облигаций в балансовых сделках секьюритизации во многом зависит успешное размещение балансовых ипотечных ценных бумаг. Как правило, эмиссионная документация по выпуску балансовых ипотечных облигаций содержит перечень условий, при которых у владельцев ИЦБ возникает право требовать их досрочного погашения.

К таким условиям традиционно относят:

- нарушение требований к размеру ипотечного покрытия, установленных ст. 13 закона № 152-ФЗ;
- нарушение установленного действующим законодательством порядка замены имущества, составляющего ипотечное покрытие;
- нарушение условий, обеспечивающих надлежащее исполнение обязательств по облигациям.

В отношении некоторых из указанных условий закон № 152-ФЗ содержит механизмы минимизации риска возникновения акселерации.

Благодаря тому что обеспечительный пул по таким бумагам является динамичным, существует возможность замены активов, включенных в покрытие, а также возможность пополнения покрытия денежными средствами. Так, в случае снижения размера ипотечного покрытия денежные средства, полученные в счет исполнения обеспеченных ипотекой обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие облигаций, подлежат включению в его состав в объеме, необходимом для соблюдения требований к размеру ипотечного покрытия.

При возникновении у владельцев облигаций права их досрочного погашения каждый держатель действует по своему собственному усмотрению и имеет право самостоятельно предъявить эмитенту соответствующее требование. В российском праве на данный момент отсутствует доверительный управляющий, который при наступлении случаев неисполнения обязательств по облигациям представляет интересы всех облигационеров и действует от их имени и в их интересах. В случае отказа банка удовлетворить требования владельцев облигаций об их досрочном погашении инвестор вправе обратиться в суд с иском к эмитенту, потребовав исполнения обязательств по облигациям, в том числе обращения взыскания на ипотечное покрытие. Однако ожидается, что в самом ближайшем будущем ситуация изменится. Так, с 1 июля 2014 года вступают в силу поправки в ФЗ «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которыми вводится институт представителя владельцев облигаций[1], за которым закреплен широкий перечень

[1] ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 23.07.2013 № 210-ФЗ.

полномочий, в том числе осуществление прав залогодержателя по обеспеченным облигациям, обращение с требованиями в арбитражный суд, представление интересов инвесторов в суде и прочие.

В соответствии с законом № 152-ФЗ в случае наступления дефолта по облигациям обращение взыскания на ипотечное покрытие осуществляется только по решению суда. При этом законодательством предусмотрен двухмесячный срок, в течение которого эмитент вправе в добровольном порядке исполнить свои обязатель-ства перед владельцами облигаций без необходимости продажи ипотечного покрытия с публичных торгов.

Не все владельцы облигаций с ипотечным покрытием при возникновении права их досрочного погашения могут заявить банку-эмитенту свои требования о досрочном погашении.

Из системного анализа положений закона № 152-ФЗ следует, что обращение взыскания на часть ипотечного покрытия не представляется возможным несмотря на то, что оно прямо не запрещено законом. Можно сделать вывод о том, что обращение взыскания, скорее всего, должно быть произведено на все ипотечное покрытие.

БАНКРОТСТВО БАНКА-ЭМИТЕНТА

В случае признания банка-эмитента банкротом и открытия конкурсного производства законом № 152-ФЗ, предусмотрен особый порядок реализации ипотечного покрытия. В соответствии со ст. 16.1 имущество, составляющее ипотечное покрытие, исключается из конкурсной массы. Реализацию обеспечения, а также расчеты с инвесторами осуществляет конкурсный управляющий, который обязан реализовать ипотечное покрытие и осуществить указанные расчеты не позднее чем через девять месяцев после дня вступления в силу решения суда о признании эмитента облигаций с ипотечным покрытием банкротом и об открытии конкурсного производства. Важно отметить, что конкурсный управляющий должен открыть:

- отдельный счет для зачисления на него денежных средств, составляющих ипотечное покрытие и поступающих в ходе конкурсного производства во исполнение обязательств, права требования по которым составляют ипотечное покрытие;
- специальный счет для зачисления на него денежных средств, поступающих в ходе реализации ипотечного покрытия.

В соответствии с поправками в закон 152-ФЗ, которые вступают в силу с 1 июля 2014 года, если в деле о банкротстве должника от имени владельцев облигаций с ипотечным покрытием действует их представитель, после реализации ипотечного покрытия полученные денежные средства должны быть зачислены конкурсным управляющим на специальный счет представителя для последующего расчета с инвесторами.

Полученные средства направляются исключительно на удовлетворение требований владельцев облигаций с ипотечным покрытием.

Очевидно, что к моменту продажи ипотечного покрытия рыночная стоимость составляющих его активов может снизиться и оно будет реализовано с дисконтом. Таким образом, велик риск того, что после реализации ипотечного покрытия владельцы облигаций не получат всей причитающейся им суммы. В целях снижения указанного риска действующее законодательство предусматривает возможность включения требований владельцев ипотечных облигаций в реестр требований кредиторов в части, недополученной при продаже ипотечного покрытия. Однако к моменту реализации последнего общий реестр требований кредиторов уже может быть закрыт.

Специальный конкурсный управляющий

Согласно законодательству о банкротстве, реализацией ипотечного покрытия в случае банкротства банка-эмитента занимается конкурсный управляющий. Российское законодательство не предусматривает наличие института специального управляющего ипотечным покрытием. Вместе с тем, законодательство лучших западных практик содержит институт специального управляющего ипотечным покрытием. В компетенцию такого управляющего традиционно входят следующие обязанности:

- администрирование покрытия (сбор платежей по ипотечным кредитам, обращение взыскания);

• обеспечение полного и своевременного расчета с держателями облигаций;
• обеспечение ликвидности покрытия;
• представление интересов владельцев облигаций перед конкурсным управляющим в банкротстве.

Таким образом, с точки зрения инвестиционной привлекательности таких бумаг, а также возможности получить по ним высший рейтинг, было бы целесообразно внести соответствующие изменения в законодательство о банкротстве и закон №152-ФЗ, заменив в случае обращения взыскания на ипотечное покрытие конкурсного управляющего на специального управляющего ипотечным покрытием.

РИСК СМЕШЕНИЯ АКТИВОВ

После наступления факта неисполнения обязательств по облигациям с ипотечным покрытием и возникновения у их владельцев права требовать досрочного погашения и до момента открытия отдельного счета конкурсным управляющим существует риск смешения активов банка-эмитента. Под риском смешения понимается возможность использования банком-эмитентом денежных средств, которые должны быть направлены на погашение его обязательств по облигациям с ипотечным покрытием, для удовлетворения иных требований других кредиторов. В настоящее время законодательством не предусмотрены какие-либо механизмы устранения данного риска. Однако в связи с ожидаемыми поправками в Гражданский кодекс, а также в связи принятием в декабре 2013 года ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)» появятся новые механизмы снижения риска смешения активов за счет введения новых видов счетов — номинальных счетов и счетов эскроу. Использование указанных видов счетов, очевидно, позволит обеспечить сохранность денежных потоков, поступающих в счет погашения секьюритизируемых обязательств, тем самым снижая риск смешения активов и повышая уровень защищенности владельцев облигаций, выпущенных в ходе балансовой секьюритизации.

ЗАДЕРЖКА ПЛАТЕЖЕЙ

В соответствии со ст. 126 ФЗ от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», с даты принятия арбитражным судом решения о признании общества банкротом и об открытии конкурсного производства срок исполнения по всем его денежным обязательствам считается наступившим. Требования кредиторов по денежным обязательствам могут быть предъявлены к исполнению только в ходе конкурсного производства. В то же время, поскольку обращение взыскания на ипотечное покрытие осуществляется в особом порядке и исключительно в интересах владельцев облигаций с ипотечным покрытием, можно предположить, что в данном случае не возникает необходимости задерживать платежи в счет погашения таких облигаций до момента реализации ипотечного покрытия. Однако однозначно утверждать, что платежи в счет погашения облигаций с ипотечным покрытием не будут задержаны до момента открытия конкурсного производства, несмотря на наличие указанных правовых оснований, все же нельзя.

ПОВЫШЕНИЕ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

При анализе сделок балансовой секьюритизации важно обратить внимание на механизмы повышения кредитного качества. В структуре сделки могут быть предусмотрены, например:
• кредитная поддержка эмитента;
• создание резервных фондов;
• страхование;
• избыточное обеспечение (перепокрытие).

В соответствии со ст. 13 закона № 152-ФЗ размер ипотечного покрытия облигаций в течение всего срока их обращения может превышать размер обязательств по ним не более чем на 20%.

Включение перепокрытия в размере до 20% в структуру сделки является правом, а не обязанностью эмитента. Закон № 152-ФЗ не содержит положений, предусматривающих обязательное перепокрытие. По мнению рейтинговых агентств, от возможности юридически гарантировать перепокрытие во многом зависит уровень защищенности инвесторов и вероятность

присвоения выпуску облигаций наиболее высокого рейтинга. В связи с этим было бы целесообразно предусмотреть в Законе № 152-ФЗ обязательное перепокрытие в размере, например, не менее 2% от чистой стоимости непогашенных бумаг. Кроме того, активы, составляющие такое перепокрытие, должны быть ликвидными. Таким образом, было бы целесообразно на законодательном уровне также расширить состав покрытия за счет включения в него иных ликвидных активов.

ВЫПУСКИ COVERED BONDS ПО ПРОГРАММЕ

Для крупных банков, которые специализируются на ипотеке и рассматривают балансовые сделки ипотечной секьюритизации в качестве одного из основных источников привлечения финансирования, актуальной является европейская модель выпуска covered bonds, ориентированная на эмиссию таких бумаг по программе covered bonds. До настоящего времени эмиссия covered bonds в России осуществлялась отдельными выпусками, а в европейской практике выпуск covered bonds возможен в рамках единой программы. Только сравнительно недавно, в январе 2013 года, вступили в силу поправки в ФЗ «О рынке ценных бумаг»[1], в соответствии с которыми появилась возможность регистрации сначала основной части проспекта, содержащей информацию об эмитенте, а в течение года после этого — дополнительной части (некий аналог программы). Использование российскими эмитентами европейской модели выпуска covered bonds по программе позволит существенно снизить временные и операционные затраты банков-эмитентов.

В целях повышения инвестиционной привлекательности таких программ необходимо, чтобы динамичный обеспечительный пул обеспечивал все непогашенные облигации в рамках одной программы. Поправки в закон №152-ФЗ, которые вступают в силу с 1 июля 2014 года[2], позволят обеспечить одним ипотечным покрытием несколько выпусков. В этом случае удовлетворение требований владельцев каждого выпуска осуществляется путем зачисления конкурсным управляющим на специальный счет представителя владельцев облигаций каждого выпуска вырученных от реализации ипотечного покрытия денежных средств в соответствии с очередностью, установленной условиями выпуска облигаций. Далее можно было бы предложить, чтобы один большой обеспечительный пул банка обеспечивал все его непогашенные балансовые ипотечные облигации, выпущенные по всем программам и отдельным выпускам банка (по аналогии с некоторыми европейскими юрисдикциями).

[1] Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 29 декабря 2012 года N 282-ФЗ.

[2] ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 23.07.2013 № 210-ФЗ.