



Тим ЛАССЕН,

doctor iuris (Германия), директор по международно-правовым вопросам, ООО «ПФП-группа» (Москва)

С 2014 года является директором по международно-правовым вопросам ООО «ПФП-группа» (Москва). Ранее с 2007 года занимал должность заместителя главы представительства в Москве банка Hypothekenbank Frankfurt AG (бывш. Eurohypo AG). Основными направлениями его работы являлись сбор информации, построение модели движения денежных потоков, структурирование, подготовка индикативных и обязывающих предложений и кредитных заявок, согласование кредитной документации и текущее сопровождение кредитов, выданных для строительства новых и финансирования или рефинансирования существующих объектов коммерческой недвижимости. С 1998 года представляет в VDP — Ассоциации немецких банков-эмитентов пфандбрифов в Берлине (бывш. Ассоциация немецких ипотечных банков). Юрист, в частности по вопросам законодательства о пфандбрифах (ипотечных облигациях, covered bonds) и международного бизнеса. Участник круглых столов в рамках VDP «Гибкость, надежность и эффективность ипотеки (залога недвижимости) в Европе» и Covered Bond Legislation.

Банковские ипотечные облигации — различные структурные модели эмитентов в Европе

Банковские ипотечные облигации (БИО, covered bonds)¹ являются одним из важнейших сегментов европейского рынка капитала. На конец 2013 года их общий объем в Европе составил 2.485 млрд евро. В России на сегодняшний день в обращении находятся БИО на сумму 86.3 млрд руб. Однако в Европе не существует единой модели регулирования для всех эмитентов. Структуры эмитентов, сложившиеся в европейских странах, имеют существенные отличия. European Covered Bond Council ежегодно издает Covered Bond Fact Book с фундаментальными публикациями об актуальных вопросах развития рынка covered bond в Европе, а также обзоры законодательных актов, регулирующих эту сферу в европейских и неевропейских странах.

¹ Происхождение и объяснение понятия «банковские ипотечные облигации» (БИО). См.: Лассен Тим: Преимущественное право инвесторов при банкротстве банка-эмитента ипотечных облигаций в Европе; Энциклопедия российской секьюритизации 2014. — С. 176–183.

Законодательные акты, регулирующие выпуск, обращение и погашение covered bond, приняты в 33 европейских странах, в том числе в 28 странах Европейского союза и Европейского экономического пространства. Различия в регулировании большей частью объясняются историческими причинами и проистекают из разных экономических и общих правовых условий, а также разных целеполаганий политиков и банков.

Тем не менее эти во многом различные структуры можно свести к нескольким основным моделям, которые описаны ниже².

² Lassen Tim: Specialization of Covered Bond Issuers, Housing Finance International (HFI), December 2005. — P. 3–12. Stöcker Otmar: Covered Bond Models in Europe: Fundamentals on Legal Structures, Housing Finance International (HFI) Winter 2011 — P. 32–40. Эта работа дала повод для написания данной статьи.

Назаре-Азнар Сержио / Штёкер Отмар: Обеспеченные облигации в Европе, в: де Вриз Роббе Жан Жак / Али Поль: Секьюритизация и право. — Москва, 2008. — С. 199–247 (С. 208–216).

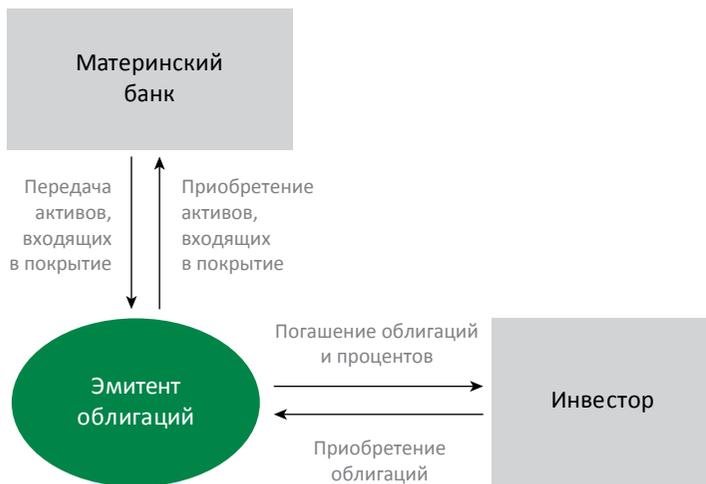


Рисунок 1
Модель 1. Эмитент – узкоспециализированная кредитная организация: Франция, Ирландия

Следует подчеркнуть, что модели, идеально отвечающей на все вопросы, не существует. Каждая из них имеет свои достоинства и недостатки.

ВВЕДЕНИЕ

В законодательстве Европейского союза нет единого определения понятия «covered bond»¹. При этом важно определить, что понимается под словом «covered». С одной стороны, имеется в виду качество массы покрытия. Это понятие охватывает в том числе следующие вопросы: какие объекты могут быть приняты в качестве обеспечения (например, жилая недвижимость, коммерческие объекты)? С каким коэффициентом (LTV)? По какой стоимости производится оценка (рыночная, залоговая)? Меры для обеспечения ликвидности, меры, обеспечивающие — в случае банкротства эмитента — выплаты кредиторам по covered bond в соответствии с условиями эмиссии (timely payment). Сюда же относятся вопросы гражданского права, в частности обеспечения и эффективности ипотечного права. Ими занимается Круглый стол «Залог недвижимости». В его работе участвуют эксперты из 35 стран Европы, Азии и Северной Америки.

Они изучают и сравнивают догматические основы и практическое применение залога недвижимости в разных странах. С другой стороны, не следует умалять значение положений законов, регулирующих деятельность банков и эмиссию ценных бумаг. Они имеют первостепенное значение для covered bond, особенно в части признания эмитента ценных бумаг банкротом, выделения массы покрытия ипотечных облигаций из общей конкурсной массы и преимущественного права держателя covered bond на получение возмещения в этом случае.

Вопросы, связанные с правовым регулированием covered bond, изучает Круглый стол «Covered Bond Legislation», работающий под эгидой vdp. Здесь ведущие аналитики и авторитетные знатоки этой сферы законодательства изучают и сравнивают правовую ситуацию в разных странах с целью повысить прозрачность законодательства, регулирующего covered bond в Европе. Выводы, сделанные в результате их работы, будут постепенно доводиться до сведения общественности.

ПЕРВАЯ МОДЕЛЬ

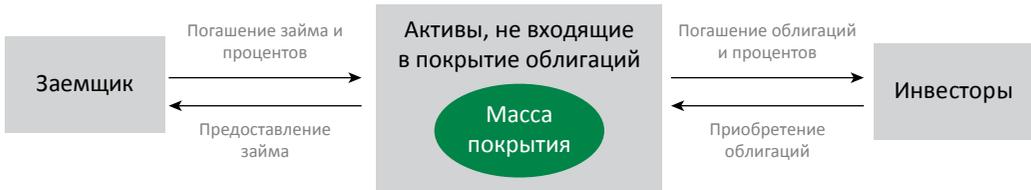
В этой модели эмитент БИО — это узкоспециализированная кредитная организация, то есть на балансе банка находятся только БИО и их покрытие.

В этой модели у банка-эмитента практически нет сотрудников. Выдача кредитов и дальнейшая работа с заемщиком ведется

¹ Лассен Тим. Энциклопедия российской секьюритизации 2014. — С. 178.

Engelhard, Fritz: Covered Bonds and EU Banking Regulations; в: Covered Bonds Fact Book 2014. — P. 115–123.

Рисунок 2. Модель 2. Эмитент облигаций – специализированная кредитная организация, созданная согласно специальному закону: Венгрия, Дания, Люксембург, Норвегия, Польша



сотрудниками материнского банка. Функция эмитента сводится к роли кредитора массы покрытия и должника по covered bonds. Согласно нормам европейского законодательства эмитент должен быть кредитной организацией. Юридическую основу этой системы образуют специальные законы.

В этой модели соблюдается принципиальное требование к системе БИО, а именно юридически значимое отделение массы покрытия от других активов банка, объявленного банкротом. Поскольку в этой модели банк-эмитент других активов не имеет, этот вопрос однозначно решен.

Правда, без материнского банка такой эмитент окажется недееспособен. Делегирование всех функций материнскому банку может в случае банкротства последнего привести к тому, что эмитент облигаций будет не в состоянии, например, обслуживать БИО в сроки, предусмотренные условиями эмиссии (timely payment). Другой существенный момент: в какой мере масса покрытия состоит из требований к материнскому банку, то есть входят ли в нее деривативы и насколько она зависит от денежных средств банка (cash management)?

Нельзя упускать из внимания и вопрос передачи ипотечных кредитов от материнского банка эмитенту. Для этой процедуры законодатель в рамках этой модели может ввести особые правила¹. Другая возможность — это передача через ипотечные свидетельства². Если невозможно ни то ни другое — а такова правовая ситуация во

многих странах³, — остается только вариант с перерегистрацией в реестре каждой ипотеки отдельно.

Такая структура существует во Франции (obligation foncière), Ирландии и Норвегии, а также применяется в Швеции и Финляндии.

ВТОРАЯ МОДЕЛЬ

Она представляет собой традиционную модель специализированного ипотечного банка, существовавшую до 2005 года в Германии.

В этой модели эмитент БИО сам выдает кредиты, которые затем включаются в массу покрытия. Виды кредитования установлены законом, как правило, это ипотечные кредиты и кредиты государственным органам. Наряду с «чистой» массой покрытия, в ограниченном объеме допускается наличие некоторых других видов активов.

Эмитентом выступает кредитная организация, имеющая достаточное для самостоятельной деятельности количество сотрудников. Юридическую основу системы образует специальный закон.

Принципиальное значение для этой модели имеет вопрос обеспечения приоритетного права держателей БИО. Поскольку — в отличие от первой модели — у эмитента, кроме них, есть еще и другие кредиторы (по другим активам, а также сотрудники банка), существует необходимость позаботиться об однозначном законодательном регулировании того, каким образом в случае банкротства эмитента масса покрытия

¹ Так сделано, например, во Франции.

² Как, например, «закладная» в российском праве.

³ Stöcker, Otmar / Stürner, Rolf: Flexibility, Security and Efficiency of Security Rights over Real Estate in Europe. — Том III, 2-е изд. — Берлин, 2009 (Сборник трудов vdr, том 44). — С. 20, 21.

будет выделена из прочих активов и переведена под особое управление в интересах держателей БИО.

Сегодня эта модель используется в Польше, Люксембурге и Венгрии, отчасти в Дании.

ТРЕТЬЯ МОДЕЛЬ

Здесь в роли эмитента выступает универсальный банк. В некоторых странах он должен иметь специальную лицензию, в других для эмиссии ипотечных облигаций достаточно иметь генеральную лицензию. Эта модель тоже работает на основе специального закона.

Еще отчетливее, чем во второй модели, здесь на первый план выходит выделение массы покрытия из активов других видов. Для этого в разных странах постоянно совершенствуется соответствующая правовая база¹. Если ранее, например, до недавнего времени — в германском законодательстве, прорабатывались в основном вопросы правового обеспечения интересов держателей БИО при распределении конкурсной массы, то в последние годы наметилась тенденция выделять это направление деятельности обанкротившегося банка при сохранении за ним банковской лицензии.

Эта модель — при условии получения специального разрешения на эмиссию БИО — существует в Германии, Австрии, Латвии и других странах. Без необходимости получать такую лицензию модель работает в Чехии, Болгарии, Португалии, Испании и Словакии.

¹ См. описание этого процесса на примере Польши и Германии в: Лассен Тим. Энциклопедия российской секьюритизации 2014. — С. 176–183.

В эту группу можно включить и Россию. Инструкция Банка России от 27.12.2013 № 148-И² предписывает при эмиссии БИО соблюдать процедуру, которая учитывает особенности БИО. Таким образом, для эмиссии covered bonds действующее российское законодательство как бы предполагает наличие особого разрешения (в соответствии с Инструкцией Банка России от 27.12.2013 № 148-И).

ЧЕТВЕРТАЯ МОДЕЛЬ

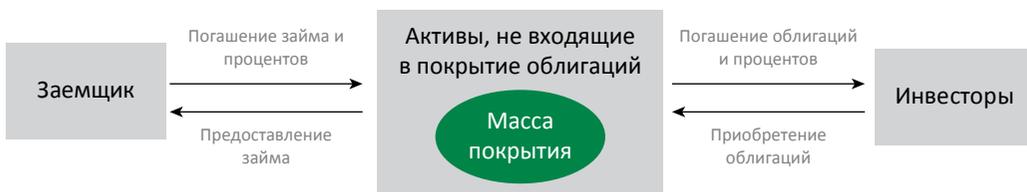
В этой модели активы, входящие в ипотечное покрытие, банк передает специально созданному агенту (SPV). Эмитентом долговых обязательств является банк. Этого требует норма, содержащаяся в статье 52, абзаце 4: Директивы ЕС об инвестициях³. Вариант, при котором в роли эмитента выступал бы SPV, этому требованию не соответствует. SPV, на баланс которого передаются активы, входящие в состав покрытия, гарантирует лишь обслуживание долговых обязательств. Эта модель тоже работает на основе специального закона.

Наличие в этой модели SPV дает возможность воспользоваться техникой внебалансовой секьюритизации для БИО. Как и при внебалансовой секьюритизации, первостепенное значение здесь имеет то, каким образом происходит передача активов, входящих в состав ипотечного покрытия, от банка к SPV и защищены ли они в случае банкротства.

² «О порядке осуществления процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций на территории Российской Федерации» (ред. от 25.11.2014) (Зарегистрировано в Минюсте России 28.02.2014 № 31458).

³ Лассен Тим. Энциклопедия российской секьюритизации 2014 — С. 178.

Рисунок 3. Модель 3. Эмитент облигаций – универсальный банк: Австрия, Бельгия, Болгария, Германия, Греция, Исландия, Испания, Кипр, Латвия, Литва, Португалия, Россия, Румыния, Словакия, Словения, Финляндия, Чехия, Швеция



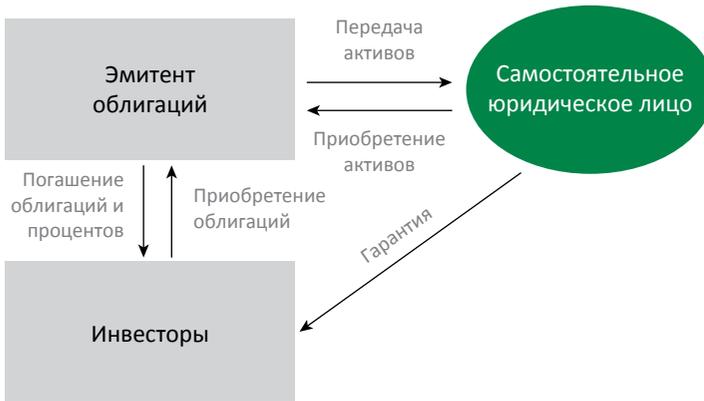


Рисунок 4
Модель 4. Эмитент облигаций использует компанию специального назначения (SPV) для отделения массы покрытия в случае банкротства: Италия, Нидерланды, Великобритания

Передача этих активов может осуществляться путем фактической передачи всех прав, при помощи их залога банком в пользу SPV или с использованием структур доверительного управления. При этом возникает риск того, что в случае банкротства банка суд может истолковать передачу активов как предоставление банком агенту (SPV) обеспеченного займа.

Поэтому рассмотрение и анализ правовой основы, предложенной в этой модели, требует значительных усилий, к тому же доступ к соответствующей документации чрезвычайно затруднен.

Такая модель используется в Италии, Нидерландах и Великобритании.

ПЯТАЯ МОДЕЛЬ

В этой модели covered bonds эмитируются неким центральным учреждением на основе кредитов, выданных другими компаниями (так называемая «модель пулинга»)¹.

Эмитентом является кредитная организация², которая забирает у партнеров (как правило, других банков) активы, входящие в состав покрытия, и принимает их на свой баланс. Банкам-партнерам остается задача кредитного сопровождения (работа с заем-

щиками).

Эта модель может базироваться на специальном законодательном регулировании или сочетать в себе модель covered bonds и взаимодействие с партнерами на договорной основе. При этом практикуются различные формы передачи активов, входящих в состав покрытия.

Это и полная передача прав на ипотечный кредит (Дания, Венгрия), и автоматическая их передача в случае банкротства банка-партнера (Франция³), и право залога активов, подобное доверительному управлению (Швейцария), и особые права эмитента при распределении конкурсной массы обанкротившегося банка-партнера (Германия). Однако при любом варианте осуществляется передача покрытия эмитенту, который затем использует его как обеспечение выпускаемых им облигаций (covered bonds).

Особая форма существует в Испании, где covered bonds передаются на баланс SPV, который затем эмитирует Asset Backed Securities (ABS), а не covered bonds.

Другая особенность состоит в том, что в такой структуре обычно присутствуют два заимствования: кредит, который банк-

¹ О «моделях пулинга» см.: Stöcker, Otmar: Pooling Models in Europe; in: European Covered Bond Council (Hg.): Covered Bond Fact Book 2008 — P. 40–48.

² Исключение составляют «Pfandbriefzentralen» в Швейцарии. Поскольку Швейцария не входит в ЕС, действие Директивы об инвестициях на нее не распространяется.

³ Похожая схема используется в Австрии, см.: Lassen, Tim: Das Recht der gedeckten Schuldverschreibungen Österreichs — Pfandbriefe und Fundierte Schuldverschreibungen [Законодательство об обеспеченных долговых обязательствах Австрии — пфандбрифы и фондируемые долговые обязательства]; в: ÖBA (Österreichisches Bankarchiv), 2005. — S. 838–848.

партнер выдал своему клиенту, и рефинансирование этого кредита из средств эмитента. При этом обеспечением этого рефинансирования служат платежи, поступающие в счет погашения кредита, выданного клиенту банка.

Следует отметить, что популярное ранее разделение на «американскую» и «европейскую» модель, при котором американская модель считалась двухступенчатой (первичные кредиторы и рефинансирующая организация, например, Fannie Mae), некорректно. Разница между двумя этими моделями состоит не в наличии или отсутствии двухступенчатой структуры, а в структуре covered bonds und MBS¹.

ВЫВОД

Сравнивая модели, можно констатировать, что у каждой из них есть свои достоинства и недостатки. Не существует «идеальной» модели БИО.

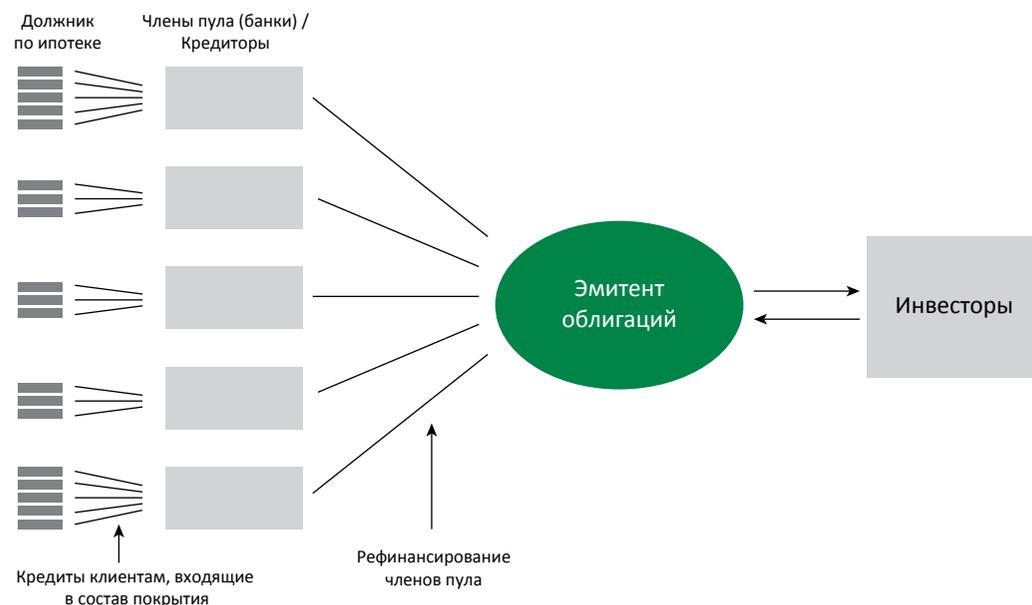
¹ Различия между covered bonds и MBS неоднократно излагались. Из недавних работ см.: Volk, Bernd: Covered Bonds vs. RMBS, Covered Bond Fact Book 2013. — Р. 196–203.

Кажется, что преимущественные права инвестора в covered bond при банкротстве эмитента надежнее всего защищены в первой, четвертой и пятой моделях. Правда, первая модель, ядром которой является банк, не имеющий собственного персонала, в ряде стран (в том числе в Германии) не имеет права на существование. Да и трудно представить себе, каким образом такой банк останется дееспособен после банкротства материнской структуры.

В четвертой модели SPV не имеет лицензии на банковскую деятельность и просто выступает в роли гаранта по обязательствам другого юридического лица. Остается неясным, будет ли Центральный банк считать, что эти бумаги имеют качество covered bond.

В пятой модели наличествует полноценный эмитент, имеющий собственный персонал. Он может соответствовать всем требованиям к эмиссии, управлению массой покрытия и погашению находящихся в обращении облигаций. Бросается в глаза слабая распространенность этой модели. Особенно успешно она работает в Швейцарии,

Рисунок 5. Модель 5. Covered Bond — Модели пулинга: Австрия (Pfandbriefstelle), Франция (CRN), Швейцария



где в качестве эмитентов допущены только два агентства по работе с ипотечными облигациями (Pfandbriefe).

Во второй и третьей моделях важно максимально точно прописать правила выделения массы покрытия из общей конкурсной массы эмитента, а также определить, кто в случае банкротства будет далее управлять массой покрытия и заниматься погашением оставшихся в обращении облигаций. Ясно, что недостаточная специализация эмитента диктует необходимость тщательной детализации этой процедуры в нормативно-правовых актах. Отсутствие узкой специализации усиливает важность регламентирования конфликтных ситуаций, могущих возникнуть между держателями БИО и другими, не имеющими этого обеспечения кредиторами, включая вкладчиков банка.

При этом слабости соответствующей модели БИО или пробелы в ее регулировании могут, по меньшей мере частично, компенсироваться дополнительными действиями:

- более подробным регулированием, например, в проспекте эмиссии, в котором можно предусмотреть дополнительные меры по управлению активами и пассивами или по обеспечению ликвидности, которые обязан предпринять эмитент;

- переходом от так называемой структуры Hard Bullet¹ к структуре Soft-Bullet².

РЕЗЮМЕ

Успешное функционирование системы covered bond зависит не от наличия соответствующего закона. Требуется законодательство, которое ставит вопросы, связанные с этой системой, и дает ответы на них. Как показано выше, нет единой модели, но существует много возможностей для решения поставленных задач.

Неотъемлемым условием является также безупречная и разумная практика кредитования и осмотрительное поведение эмитента на рынке капитала.

Эти требования должны быть восприняты законодателем при подготовке новых или модернизации существующих законов о БИО³.

¹ Долговые обязательства погашаются в дату, указанную в проспекте эмиссии.

² Дата погашения, указанная в эмиссионном проспекте, может быть сдвинута при наличии обстоятельств, перечисленных в нем. О соответствующем законопроекте в Польше см.: Лассен Тим. Энциклопедия российской секьюритизации 2014. — С. 181.

³ Размышления о законодательной реформе глазами европейца: Stöcker, Otmar: Fundamental Questions on Covered Bond Legal Frameworks from a European Perspective, HFI, Winter 2014. — P. 28–32.