Александр Казаков,
заместитель генерального директора RuMac по правовым вопросам

Секьюритизация лучше всего развита там... где нет закона о секьюритизации

Российское законодательство о секьюритизации в целом еще не сформировано, по сути, законодательная база создана только для секьюритизации ипотечных кредитов, но и ее полноценность вызывает сомнения, универсальная законодательная база по секьюритизации любых видов находится в стадии проекта. Как вы оцениваете проект изменений в законодательстве, касающихся секьюритизации финансовых активов, подготовленный МЭРТ совместно с ФСФР?

Реалии рынка секьюритизации сегодня следующие: из 11 проведенных сделок 9 проведены за рубежом. Из двух российских сделок одна (рефинансирование ипотечных кредитов Банка «СОВФИНТРЕЙД») проведена в соответствии с нормами федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах», а вторая (балансовая секьюритизация жилищных кредитов Банка жилищного финансирования) проведена на основании общих принципов Гражданского кодекса РФ о залоге. При этом сам «СОВФИНТРЕЙД» провел вторую сделку по секьюритизации за рубежом. Налицо явный дисбаланс в сторону зарубежной секьюритизации. С позиции юриста такое положение является результатом тотального проигрыша российского правового регулирования при конкуренции юрисдикций.

Попросту говоря, российское право неэффективно, в нем отсутствуют такие важнейшие для экономики элементы, как отказ от права (waiver) и траст (trust), оно относительно нестабильно, а в целом ряде случаев причудливо сочетает правовые лакуны с явно зарегулированными областями. При этом законодатель зачастую ведет себя так, как будто железный занавес никуда не исчез и субъекты правового регулирования будут терпеливо сносить любой полет мысли чиновников. Однако Россия, наоборот, должна сразу начать с низкого старта. Учитывая низкие процентные ставки на развитых рынках, у нас две перспективы: либо плестись далеко позади иностранных фондовых рынков, либо разработать законодательство, существенно улучшающее положение и инициаторов секьюритизации, и инвесторов по сравнению с западными аналогами.

В этой связи принципиальное значение получает законопроект о секьюритизации, разработанный ФСФР. Сам по себе законопроект состоит из двух блоков: собственно о секьюритизации и об иных институтах, имеющих к ней отношение (залог, уступка прав, режимы банковских счетов). К части «об ином» претензий нет, это хорошо проработанные нормы, которые, я надеюсь, в скором времени станут федеральным законом. В части «о секьюритизации» есть ряд замечаний.

Во-первых, законопроект жестко регулирует организационную форму (только в виде АО) и порядок деятельности специальной компании (SPV). На наш взгляд, участники рынка достаточно опытны, чтобы самостоятельно

выбрать организационно-правовую форму SPV, решить, нужен ли трудовой коллектив, и т. п.

Во-вторых, законопроект линейно подходит к вопросу true sale (действительной продажи), защищая любую продажу активов при секьюритизации с дисконтом до 20%. Это упущение почти наверняка приведет к злоупотреблению секьюритизацией для целей преимущественного удовлетворения требований одних кредиторов перед другими, а также к элементарному воровству. Иными словами, мы можем столкнуться с фиктивной секьюритизацией по модели печально известной компании «Энрон».

В-третьих, в международной практике SPV может выпускать не только облигации, но и иные виды ценных бумаг (привилегированные акции, паи, сертификаты). Законопроект ограничивает инструменты рынка секьюритизации только облигациями, что не только неверно по существу, но и является нарушением конституционного права на свободное распоряжение имуществом и способностями.

В-четвертых, желательно доработать нормы об общем собрании облигационеров. Идея общего собрания безусловно правильна, однако ее сложно реализовать. В международной практике повсеместно присутствует институт трастового управляющего (security trustee). В отличие от общего собрания облигационеров, фигура трастового управляющего значительно более приспособлена для оперативного контроля за эмитентом и состоянием обеспечения.

И еще несколько общих замечаний к концепции. Международный опыт показывает, что секьюритизация лучше развита там… где нет закона о секьюритизации. Законы или эдикты о секьюритизации есть в ряде развивающихся стран, таких, например, как Пакистан, Южная Корея, Таиланд. Но и эти страны пошли по пути общего описания механизма сделки, оставив рынку право решать, какие элементы сделки предпочесть в каждой конкретной ситуации. Поэтому даже там, где есть законы о секьюритизации, их объем редко превышает несколько страниц. Российские разработчики должны учесть этот опыт и постараться прописать нормы о секьюритизации в диспозитивном ключе.

Учитывая конструктивный подход разработчиков, есть все основания полагать, что указанные оплошности будут доработаны на этапе рассмотрения законопроекта в Государственной думе. Предложенный законопроект не является окончательной вехой в развитии секьюритизации, поскольку регулирует выпуск долговых ценных бумаг (облигаций). Уже сегодня на рассмотрение в МЭРТ передан еще один проект закона, регулирующий выпуск долевых инструментов при секьюритизации (условно — паев). Он предполагает внесение поправок в федеральный закон «О паевых инвестиционных фондах», а именно введение особой категории фондов — трастовых инвестиционных фондов. Паи таких фондов должны обращаться только среди квалифицированных инвесторов. Учитывая это, нормы о трастовых фондах должны носить по преимуществу диспозитивный характер, позволяя организаторам сделки выпускать биржевые бумаги практически с любыми условиями. Я уверен, что рынку нужен инструмент, позволяющий конструировать любые условия ценных бумаг, не требующий регистрации проспекта эмиссии в ФСФР, не зависящий от типовых правил, разработанных ФСФР, и имеющий оборот на бирже. Иначе говоря, нужна в чистом виде американская модель ценной бумаги, в рамках которой ФСФР контролирует только полноту раскрытия информации: проспект подается в уведомительном порядке, а любые заинтересованные лица могут защищать свои права в суде.

RuMac позиционирует себя как компанию, бизнес которой будет состоять в покупке у небольших банков пулов ипотечных кредитов и выпуске ипотечных ценных бумаг, обеспеченных пулами этих кредитов. Идет ли речь о выпуске бумаг только на еврорынке или также и на российском рынке? Как вы планируете конкурировать с занимающимися похожим бизнесом АИЖК, «СОВФИНТРЕЙДом», «КИТ Финансом», «АТТА Ипотекой»?

На вопрос отвечает Дмитрий Львович Дорофеев, заместитель генерального директора RuMac по финансам: На наш взгляд, RuMAC является первым на российском рынке действительным ипотечным кондуитом. Ведь мы одновременно работаем на два вида клиентов: на продавцов активов и на инвесторов, то есть покупателей. Одним мы обеспечиваем возможность инвестировать средства в российские активы, «упакованные» в соответствии с принятыми в мировой практике стандартами, другим мы позволяем гораздо более эффективно и гибко управлять балансом, повышать доходность акционерного капитала и существенно упрощаем секьюритизацию. Таким образом, мы не являемся конкурентами с АИЖК, «СОВФИНТРЕЙДом» или «АТТА Ипотекой». Неоспоримое преимущество этих уважаемых компаний состоит в знании региональных рынков и их способности наладить бесперебойную поставку «сырья» для выпуска ценных бумаг. Мы же специализируемся исключительно на секьюритизации, то есть изготовлении из «сырья» готового продукта — ценных бумаг — и его последующей продаже.

Мы планируем секьюритизировать российские активы как за рубежом, так и в России. Критерии здесь просты — скорость, дешевизна и наличие инвесторской базы.

При более пристальном рассмотрении в продаже активов заинтересованы и крупные компании; дело в том, что любая секьюритизация сопряжена с длительным периодом подготовки сделки и последующей отчетностью. Логистически даже крупная компания вряд ли может проводить более 3–4 сделок в год, соответственно, даже для крупных компаний при значительных объемах рефинансирования значительно эффективнее обратиться к специализированной организации.

Интервью брали Анна Чепракова и Константин Васильев