

Санкт-Петербургский государственный университет

ПОПОВ Вадим Георгиевич

Выпускная квалификационная работа

***Проблемы правового регулирования структурного
финансирования***

Уровень образования:

Направление 40.04.01 «Юриспруденция»

Основная образовательная программа ВМ.5742.2017 «Юрист в сфере
финансового рынка (финансовый юрист)»

Научный руководитель:

доцент кафедры коммерческого права,

доктор юридических наук

Петров Дмитрий Анатольевич

Рецензент:

Заместитель генерального директора,

Общество с ограниченной

ответственностью «Кратос»

Лавров Юрий Николаевич

Санкт-Петербург

2019 год

Содержание

Введение	3
Глава 1. Понятие и правовой механизм структурного финансирования.....	6
§ 1. Понятие структурного финансирования.	6
§ 2. Правовые аспекты структуры договорных связей и участники сделки структурного финансирования активов.....	15
§ 3. Принципы структурного финансирования.....	23
Глава 2. Содержание правоотношения по структурному финансированию.....	46
§ 1. Понятие и виды активов как объекта структурного финансирования.....	46
§ 2. Проблемы и риски отчуждения активов originатора в пользу специализированного общества.....	50
Заключение.....	62
Список литературы	65

Введение

Структурное финансирование сравнительно новый финансовый механизм, появление которого обусловлено развитием рыночной экономики и наращиванием объемов кредитования. Структурное финансирование как вид финансирования обладает весомыми преимуществами перед другими видами финансирования, поскольку позволяет привлечь долговое финансирование на рынках капитала за счет выпуска и размещения ценных бумаг по более выгодным для заемщика процентным ставкам, в следствие чего большое количество субъектов предпринимательской деятельности, которые обладают однородными активами, приносящими стабильные денежные потоки, например такими как кредиты, права требования из договоров финансовой аренды (лизинга), факторинговые активы заинтересованы в использовании механизма структурного финансирования. С другой стороны, структурное финансирование представляет интерес и для инвесторов в выпускаемые ценные бумаги, поскольку в результате реализации сделок структурного финансирования, инвестор получает возможность осуществить инвестицию соразмерно своему аппетиту к риску и требованию к доходности инвестиции.

В течение последних лет законодательство разной отраслевой принадлежности, регулирующее структурное финансирование, претерпело существенные изменения, в частности, законодательством был установлен широкий перечень активов (имущества) субъектов предпринимательской деятельности, которые могут быть использованы для привлечения финансирования посредством механизма структурного финансирования¹. В свою очередь количество и объем сделок структурного финансирования в Российской Федерации достигло исторического пика, который никогда не наблюдался ранее за всю историю существования указанного правового института в российском законодательстве².

¹ Федеральный закон от 21.12.2013 N 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

² Данные портала Русипотека кредитование и секьюритизация [Электронный ресурс]: Аналитический Центр по ипотечному кредитованию и секьюритизации. – Режим доступа: http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/.

Полагаем, что указанное в достаточной степени свидетельствует об актуальности настоящей работы.

Экономические вопросы структурного финансирования исследовались многими российскими и зарубежными учеными и экономистами, таким как Ф.Д. Фабоцци, Х.П. Бэр, М.С. Киселева, А.А. Лупрырь, а также многими другим. Напротив, при наличии большого количества реализованных сделок, вопросы, связанные с правовым регулированием сделок структурного финансирования, освещаются в российской доктрине не так часто, что послужило основанием для написания настоящей работы.

Целью настоящей работы является разработка принципов структурного финансирования, на которых должно базироваться правовое регулирование данного вида финансовых сделок, а также выявление несоответствий принципам структурного финансирования в действующем законодательстве Российской Федерации.

Для реализации цели, в настоящей работе ставятся следующие задачи:

1. Исследование природы сделок структурного финансирования;
2. Определение состава участников сделок по структурному финансированию и особенностей правоотношений между такими участниками;
3. Определение основополагающих принципов структурного финансирования;
3. Исследование характеристик и требований к активам (имуществу), которые могут быть использованы для привлечения структурного финансирования;
4. Анализ законодательства Российской Федерации на предмет соответствия общепринятым принципам сделок структурного финансирования;

Сопутствовать реализации поставленных целей будет использование трудов ученых экономистов, российской правовой доктрины, а также правоприменительной практики. Принимая во внимание, что структурное

финансирование имеет иностранное происхождение и было разработано задолго до его появления в Российской Федерации, настоящее исследование также будет основываться на использовании иностранной правовой доктрины, законодательства и судебной практики таких стран как Соединенные Штаты Америки, Ирландия, Нидерланды и Люксембург.

Начать рассмотрение проблем правового регулирования структурного финансирования необходимо с понятия структурного финансирования.

Глава 1. Понятие и правовой механизм структурного финансирования.

§ 1. Понятие структурного финансирования.

Для того, чтобы говорить о структурном финансировании необходимо полноценно раскрыть указанное понятие. Отметим, что в настоящий момент, легальная дефиниция «структурного финансирования» не введена в законодательстве Российской Федерации, хотя её введение неоднократно предлагалось со стороны саморегулируемых организаций, объединяющих профессиональных участников банковского рынка, в частности Ассоциации Российских Банков, членами которой являются основные участники рынка структурного финансирования в России³. В этой связи представляется необходимым рассмотреть, доктринальные определения, разработанные как экономической, так и правовой наукой, а также рассмотреть принципы (характеристику) подобных сделок по финансированию, а равно обратить внимание на историческое развитие института сделок структурного финансирования

Первоначально в экономической науке под «*структурным финансированием*» (*Structured Financing*) понимался комплекс мер финансового инжиниринга, направленного на секьюритизацию активов и выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами (*Asset-Backed Securities*) и пулом ипотек (*Mortgage-Backed Securities*)⁴. Однако в последствии с расширением видов финансовых инструментов, выпускаемых эмитентами, видов обеспечения по ценным бумагам и применения производных финансовых инструментов, понятие структурного финансирования стал охватывать гораздо более широкий перечень финансовых операций и продуктов. Таким образом, структурное финансирование стало крайне широким общим родовым понятием для различных видов сделок.

³ Проект Федерального закона «О секьюритизации» [Электронный ресурс]: Ассоциации региональных банков России: [сайт]. – Режим доступа: https://asros.ru/public/elfinder/files/pages/docs/Proekt_Ass_o_sec.pdf.

⁴ Золотарёва С.Г. Современный взгляд на понятие структурного финансирования // Вестник КГУ им. Н.А. Некрасова. № 6. 2006. С. 247.

Принимая во внимание, что российское законодательство, применимое к структурному финансированию, находится на начальном этапе развития и позволяет осуществлять только несложные сделки структурного финансирования (с точки зрения сложности и разнообразия аналогичных сделок в экономически развитых странах), как уже было отмечено выше, в настоящей работе речь пойдет исключительно про те сделки структурного финансирования, которые именуются «классической» секьюритизацией прав требования. Несмотря на это, полагаем необходимым рассмотреть характерные черты, которые присущи сделкам структурного финансирования в целом, а также отдельно обратить внимание на те особенности, которые присущи классической секьюритизации как разновидности сделок структурного финансирования.

Во-первых, необходимо заметить, что понятие структурного финансирования является в первую очередь экономическим⁵. Структурное финансирование является способом, при помощи которого предприятия привлекают денежные средства. При реализации сделок структурного финансирования, финансовые институты приобретают ценные бумаги, выплаты по которым осуществляются за счет денежного потока по долгам, принадлежащим такому предприятию⁶. Таким образом, структурное финансирование, является финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг. Указанный параметр является одним из отличительных признаков для сделок структурного финансирования.

Со стороны ряда российских и зарубежных исследователей, также отмечается такой экономический признак структурного финансирования как «процесс превращения низколиквидных, не обращающихся на рынке финансовых активов, в ликвидные ценные бумаги»⁷. При этом в процессе

⁵ Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бэр; пер. с нем. [Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов]. – М.: Волтерс Клувер, 2007. С. 25-26.

⁶ Солдатова, О. А. Факторинг и секьюритизация финансовых активов / Солдатова А.О. – М.: Высшая школа экономики, 2013. С. 139.

⁷ Солдатова О. А. Указ соч. С. 140.

секьюритизации активов привлечение средств в обязательном порядке сопровождается «списанием», передачей активов с баланса originатора («originator»)⁸.

Важно отметить, что несмотря на то, что экономистами предпринимались попытки определить содержание понятия «структурного финансирования», в настоящий момент единого подхода к определению данного понятия разработано не было. В виду указанного, существующие точки зрения ученых-экономистов могут быть разделены на следующие условные категории.

1. Структурное финансирование как выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами. Как мы отмечали выше, ряд теоретиков отождествляют структурное финансирование с выпуском ценных бумаг, обеспеченных активами, т.к. по их мнению, секьюритизация фактически сводится к «преобразованию» тех или иных активов в ценные бумаги (И. Бланк, П. С. Роуз и др.).

2. Структурное финансирования как сделка по продаже собственником части активов третьему лицу. В данном случае ученые-экономисты полагают, что структурное финансирование должно рассматриваться более усечено, указывая, что особенностью сделок по структурному финансированию является продажа собственником (оргинитором) активов третьему лицу, а остальные признаки такие как, например, выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами, являются побочными, и могут быть присущи как сделкам структурного финансирования, так и другим видам финансовых транзакций (М. Бабичев, Ю. Бабичева, О. Трохова, Д. Кришер и Н. Файерклаф).

Считаем необходимым отметить, что указанный подход применим не ко всем сделкам структурного финансирования, поскольку иначе бы

⁸ Бэр Х. П. Указ соч. С.40-41.

отсутствовали различия между структурным финансированием и правоотношениями, возникающими, например, из договору факторинга⁹.

3. Структурное финансирование как совокупность последовательных действий участников сделок по финансированию. В рамках указанного подхода, отдельные ученые полагают, что отличительными особенностями структурного финансирования является совокупность последовательных действий эмитента, эмитента и инвесторов, направленных на продажу активов, эмиссию ценных бумаг, сбор средств, поступающих по активам, осуществление выплат инвесторам из этих средств и др. (Н. Александрова и др.). Также указанный подход предполагает наличие определенной цели у участников сделок по структурному финансированию, например, рефинансирование задолженности, минимизация кредитного риска, расширение количества источников финансирования и получение доступа на рынки капитала и др.

Из рассмотренных нами подходов можно сделать вывод, что они, во-первых, описывают лишь отдельные, усечённые свойства сделок структурного финансирования, а, во-вторых, что рассмотренные нами подходы не вступают в явное противоречие друг с другом.

Также следует отметить, что рассмотренные нами подходы и определения, отождествляют структурное финансирование с классической секьюритизацией, т.е. с продажей, отчуждением активов. Хотя в действительности существует ряд ученых-экономистов, которые полагают, что недопустимо ставить знак равенства между структурным финансированием и секьюритизацией, поскольку категория структурного финансирования гораздо шире и включает в себя совокупность любых техник, которые используются участниками рынка для удовлетворения любых потребностей владельца активов, связанных с привлечением финансирования (funding), увеличением ликвидности (liquidity), и передачей риска (risk

⁹ Schwarcz S. L. The alchemy of asset securitization // Stanford journal of law, business, and finance. Vol. 1. P. 136. 1994.

transfer), или любых других, которые нельзя удовлетворить с помощью уже готовых и существующих продуктов или инструментов¹⁰. Отдельные авторы полагают, что содержание понятий структурное финансирование и секьюритизация являются равнозначными¹¹.

Автор настоящей работы придерживается второй точки зрения, и полагает, что между структурным финансированием и секьюритизацией может быть поставлен знак равенства, поскольку сложность и многообразие сделок секьюритизации не изменяют сущности, в т.ч. правовой сущности, сделок структурного финансирования.

По нашему мнению наиболее точное определение структурного финансирования (секьюритизации) было дано С. А. Белозеровым и А. А. Лупырь, которые определили секьюритизацию активов как «нормативно регламентируемую финансовую технику, позволяющую кредитору рефинансировать свою деятельность и распределять риски между различными участниками сделки путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных потоком платежей, генерируемых обособленным пулом финансовых активов»¹². Указанное определение отражает не только такую характеристику структурного финансирования, как рефинансирование активов, но и указывает на перераспределение рисков при осуществлении сделок по секьюритизации.

Учеными в области права также неоднократно предпринимались попытки дать понятие структурного финансирования (секьюритизации активов).

Американским ученым-правоведом С. Л. Шварцем, была определена цель сделок секьюритизации, так им было указано, что целью сделок структурного финансирования является привлечение дешевого финансирования с финансового рынка путем отчуждения всех или части прав

¹⁰ Fabbozzi F.J. Moorad Choudhry Introduction to Structured finance / F.J. Fabbozzi, H.A. Davis, 2006. p. 4

¹¹ Денисов М.А. Подходы к определению секьюритизации активов // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. № 11(2). 2015. С. 231.

¹² Белозеров С. А., Лупырь А. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий // Финансы и кредит. № 29. 2010. С. 13.

требований (дебиторской задолженности) originатора («originator») от связанных с таким originатором рисков¹³.

Российские правоведы А. Ю. Рачкевич, И. А. Алексеева выделили в качестве свойственных характеристик структурного финансирования такие признаки как «выпуск ценных бумаг, выплата по которым осуществляется за счет денежных средств, поступивших от предварительно переданных специализированному обществу активов»¹⁴. Полагаем, что указанным подходом удачно определена связь между активами, передаваемыми со стороны originатора специализированному обществу, а также выплаты по ценным бумагам, которые были выпущены специализированным обществом.

По мнению С. В. Овчинникова, секьюритизация является «трансформацией неликвидных активов originатора в ценные бумаги», а само структурное финансирование является «способом наделяния обороноспособностью ценных бумаг, ранее такого свойства не имевших»¹⁵. Как можно заметить, указанное определение описывает те же свойства, которые были описаны учеными экономистами. Полагаем, что такое определение секьюритизации является недопустимым, поскольку указанным определением не дается оценка правового явления структурного финансирования. По нашему мнению, недопустимо также указание на трансформацию неликвидных активов в ценные бумаги, которая с юридической точки зрения не осуществляется в сделках секьюритизации, поскольку неликвидные активы в сделках секьюритизации используются в качестве обеспечения по выпускаемым специализированным обществам ценным бумагам.

Также мы не можем не согласиться с позицией С. С. Улюкаева, исходя из содержания которой, структурное финансирование не является самостоятельной категорией, как способ финансирования, а должно

¹³ Schwarcz S. L. Указ. Соч. Р. 136.

¹⁴ Рачкевич А. Ю., Алексеева И. А. Секьюритизация: характерные признаки и определения // Деньги и кредит. № 8. 2008. С. 22.

¹⁵ Овчинников С. В. Правовое регулирование ипотечных отношений в РФ и США: дисс. ... канд. юрид. наук. – М. 2008. С. 11-12.

рассматриваться «наряду с факторингом, займом под залог денежных требований и т.д.»¹⁶.

А. Ю. Бушев, утверждает, что секьюритизация – «формирование особого имущественного комплекса за счет объединения в нем преимущественно прав требования с последующим использованием такого консолидированного актива в качестве обеспечения исполнения обязательств, удостоверенных ценными бумагами, размещаемыми среди множества лиц с целью привлечения денежных средств»¹⁷. Преимуществом указанного понятия является указание на структурное финансирование как на процесс.

По нашему мнению, рассмотренные нами определения позволяют не только понять экономическую природу сделок структурного финансирования, но рассмотреть юридическую сущность такого явления как структурное финансирование.

Полагаем, что некорректным является определение структурного финансирования (секьюритизации) в качестве сделки, которая как юридический факт представляет из себя единичное волевое действие, направленное на возникновение, изменение или прекращение гражданских прав и обязанностей. Полагаем, что в системе юридических фактов, структурное финансирование будет представлять из себя сложный юридический состав, что подразумевает наличие нескольких юридических фактов, необходимых для наступления правовых последствий.

Принимая во внимание, что учеными-правоведами также не было сформулировано какого-либо единого общепризнанного подхода к определению структурного финансирования (секьюритизации), уместно заметить, что это отразилось и на российском законодательстве, регулирующем сделки структурного финансирования.

¹⁶ Улукаев С. С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов как отличать, понимать и трактовать? // Электронная публикация журнала «Экономическая политика». № 1-эл. 2010. С. 4-5. URL: http://ecpolicy.ru/pdf/online/EPonline_1-2010_ulukaev1.pdf (дата обращения: 03.05.2019).

¹⁷ Бушев А. Ю. Секьюритизация как правовой институт по управлению рисками, возникающими у участников отношений по обороту прав требования на рынке ценных бумаг // Гражданское право. № 3. 2014. СПС «КонсультантПлюс».

Так в двух основных законах: Федеральном законе от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг) и Федеральном законе от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» отсутствует какое-либо понятие структурного финансирования или секьюритизации¹⁸.

В тоже время понятие «секьюритизация» используется в подзаконных актах, принимаемых Центральным Банком Российской Федерации (далее – Банк России). В соответствии с Положением о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска, утвержденным Банком России 03.12.2015 № 511-П, под ценными бумагами, являющимися инструментами секьюритизации, понимаются ценные бумаги, исполнение обязательств по которым обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от находящегося в залоге актива (активов), не являющегося (являющихся) инструментом секьюритизации¹⁹.

Полагаем, что указанное определение обладает существенным недостатком поскольку в данном случае «неизвестное определяется через неизвестное», что может привести к проблемам толкования при осуществлении правоприменения.

Как было отмечено нами выше, в 2009 г. со стороны саморегулируемой организации Ассоциация региональных банков был разработан законопроект «О секьюритизации», в котором предполагалось установить определение понятия секьюритизации на уровне федерального закона. Указанный законопроект определяет секьюритизацию как «действия, направленные на принятие прямо или опосредованно рисков, связанных с правами требования, иными активами, деятельностью (видами деятельности) третьих лиц, и

¹⁸ Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс»; Федеральный закон от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

¹⁹ Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска, утвержденное Банком России 03.12.2015 № 511-П [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

выпуском ценных бумаг, стоимость и доходность которых зависят от указанных рисков»²⁰.

Подводя итоги рассмотрения нами понятий структурного финансирования, мы можем определить, что под структурным финансированием (секьюритизацией активов) понимается совокупность сделок, совершаемых субъектами предпринимательской деятельности и направленных на формирование имущественного комплекса, с целью передачи рисков, а также обеспечение выплат по ценным бумагам за счет денежных средств, получаемых от такого имущественного комплекса.

²⁰ Проект Федерального закона «О секьюритизации» [Электронный ресурс]: Ассоциации региональных банков России: [сайт]. – Режим доступа: https://asros.ru/public/elfinder/files/pages/docs/Proekt_Ass_o_sec.pdf.

§ 2. Правовые аспекты структуры договорных связей и участники сделки структурного финансирования активов.

Для того, чтобы приступить к выполнению целей и задач, поставленных перед автором в настоящей работе, предварительно видится необходимым рассмотреть основных участников сделок структурного финансирования, а также особенностей сделок, совершаемых такими участниками.

Среди участников сделок структурного финансирования могут быть названы следующие.

Оригинатор («Originator»). Под оригинатором в сделках структурного финансирования обычно понимают предприятие, которое желает получить финансирование за счет секьюритизации активов, которые до момента совершения сделки по передачи активов специализированному обществу принадлежат оригинатору. Как правило, в качестве оригинаторов в Российской Федерации выступают банки в виду такого, что банки аккумулируют наибольшее количество активов, пригодных для секьюритизации.

Специализированное общество («Special Purpose Vehicle»). Специализированное общество является специально созданным юридическим лицом с ограниченной правоспособностью, единственным видом деятельности которого может являться приобретение секьюритизируемых активов от оригинатора, а также выпуск ценных бумаг, как правило, облигаций, размещаемых среди инвесторов. В зависимости от подвида структурного финансирования специализированное общество может быть ипотечным агентом, специализированным финансовым обществом, специализированным финансовым обществом проектного финансирования²¹.

Управляющая компания специализированного общества. Юридическое лицо, которому передаются права единоличного исполнительного органа специализированного общества.

²¹ статья 8 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс»; статья 15.1 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

Кредитное рейтинговое агентство. Юридическое лицо, осуществляющее оценку способности специализированного общества исполнять принятые на себя обязательства по выплате инвесторам дохода в форме купонов и номинала по выпущенным таким специализированным обществом ценным бумагам (облигациям) в форме присвоения выпускам ценных бумаг кредитного рейтинга.

Инвестор. Физическое или юридическое лицо, осуществляющее приобретение ценных бумаг, выпускаемых специализированным обществом.

Инвестиционный банк. Юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской деятельности, которое осуществляет размещение ценных бумаг, выпускаемых специализированным обществом, среди инвесторов.

Сервисный агент. Юридическое лицо, осуществляющее обслуживание секьюритизируемых активов на основании сервисного соглашения, как правило, предполагающего получение денежных средств по активам, их перечисление в пользу специализированного общества, принудительное взыскание задолженностей в случае неисполнения обязательств. Как правило, в сделках структурного финансирования в качестве сервисного агента выступает оригинатор.

Гарант. Физическое или юридическое лицо, публичное образование, которое предоставляет обеспечение по выпускаемым специализированным обществом ценным бумагам в форме гарантии или государственной (муниципальной) гарантии. В иностранных правовых порядках, также встречаются случаи, когда в качестве гаранта выступает страховщик (страховая организация), которая страхует риски инвесторов от получения убытков по ценным бумагам, выпускаемым специализированным обществом.

В схематичном виде система договорных связей между участниками сделок по структурному финансированию может быть представлена следующим образом:

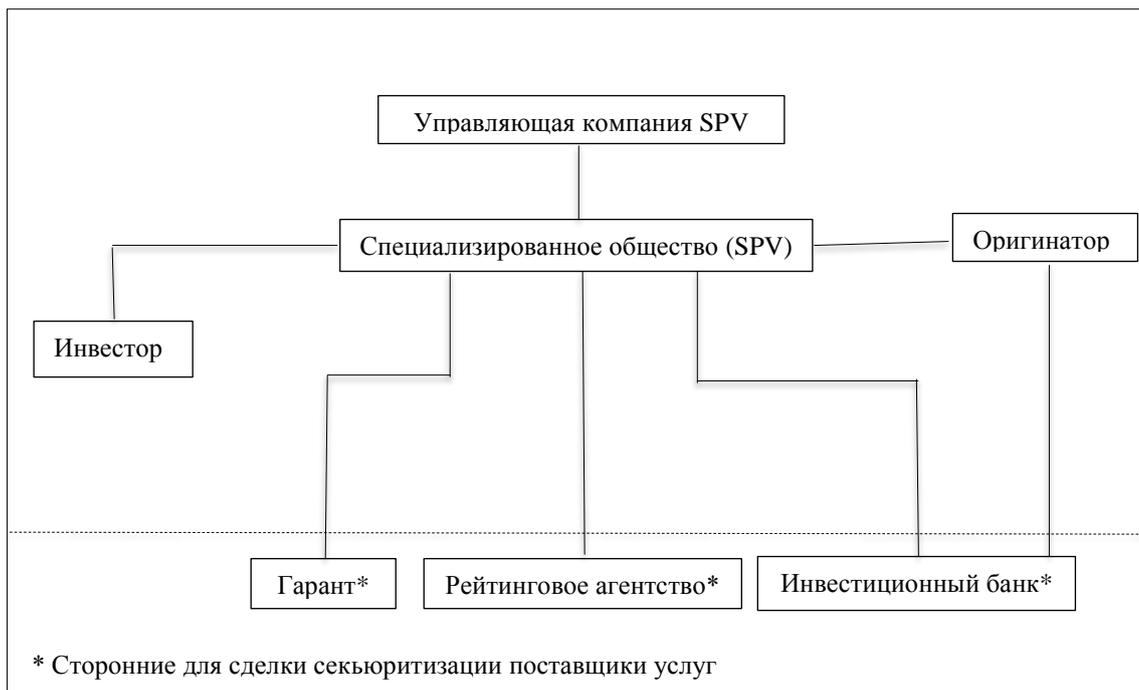


Рисунок 1 – Схема взаимосвязей участников сделок структурного финансирования.

Указанная схема является наглядной иллюстрацией типичной сделки секьюритизации активов. Реализация сделки структурного финансирования начинается с *определения оригинатором активов, которые могут быть использованы для привлечения фондирования*. Как правило, такие активы представляют из себя права требования в отношении будущих денежных средств. Риск неисполнения обязательств по правам требования в срок имеет существенное значение при реализации данного вида сделок, а значит, должно приниматься во внимание при осуществлении структурирования данного вида сделок. Если оригнатор имеет возможность обоснованно определить уровень неисполнения обязательств по таким правам требования, то в таком случае, он имеет возможность привлечь структурное финансирование даже за счет тех активов, которые подвержены высокому риску неисполнения обязательств²².

Вторым этапом сделки, который наступает после определения активов, которые могут быть секьюритизированы, является *заключение договора с инвестиционным банком*. Как правило, роль и задача инвестиционного банка

²² Schwarcz S. L. Указ. Соч. Р. 135.

заключается не только в первичном размещении ценных бумаг специализированного общества, но также и в оказании оригинатору консультационных услуг по осуществлению секьюритизации, в том числе в отношении пригодности или непригодности тех или иных активов для осуществления структурного финансирования. В силу указанного, обычно на практике заключаются два отдельных договора, договора на оказание услуг с оригинатором и агентский договора на размещение ценных бумаг со специализированным обществом.

Третьим этапом сделки секьюритизации будет учреждение специализированного общества и назначение управляющей компании такого специализированного общества в качестве единоличного исполнительного органа. Помимо корпоративных правоотношений, которые связывают специализированное общество и управляющую компанию, указанные стороны также будет связывать договор о передаче полномочий единоличного исполнительного органа управляющей организации. Таким образом, правоотношения между управляющей компанией и специализированным обществом будут являться фидуциарными и сочетать в себе обязательственные и корпоративные начала²³.

Четвёртый этап заключается в передаче оригинатором активов (прав требований) вновь созданному специализированному обществу. Такая передача активов, обычно направлена на изоляцию передаваемых активов от оригинатора. Для этих целей, как правило, в иностранных правовых порядках указанная сделка совершается в качестве так называемой «действительной продажи» («*True Sale*»), которая не может быть оспорена в процедуре несостоятельности (банкротства) оригинатора, передавшего права требования, а также по любым иным основаниям. В Российской Федерации же, передача активов обычно осуществляется при помощи заключения обязательственной сделки - договора купли-продажи прав требования, которая предполагает

²³ Козлова Н.В. Гражданско-правовой статус органов юридического лица // Хозяйство и право. № 8. 2004. С. 47.

также осуществление распорядительной сделки - уступки права требования, которая необходимо для перехода (переноса) прав на специализированное общество. Важной особенностью подобной уступки будет являться то, что обычно на originатора возлагается обязанность по осуществлению обратного выкупа активов в том случае, если они не соответствуют характеристикам, определенным договором.

В качестве *пятого этапа* можно назвать заключение сервисного соглашения между специализированным обществом и originатором. Как было отмечено выше, содержание правоотношений сторон по такому договору предполагает осуществление со стороны originатора перечисление денежных средств, которые регулярно получает originатор от принадлежащих специализированному обществу активов, а также осуществление принудительного взыскания по правам требованиям, преданным в качестве актива специализированному обществу. Напротив, на специализированное общество возлагаются обязанности по оплате услуг, которые оказываются originатором по сервисному соглашению. Принимая во внимание, что обычно обязанности originатора по договору составляют довольно широкий и неоднородный перечень «услуг», полагаем, что с точки зрения гражданского законодательства указанный договор является смешанным в виду сочетания в нем элементов нескольких видов договоров, предусмотренных особенностью частью Гражданского кодекса РФ²⁴.

Шестой этап предполагает осуществление выпуска облигаций специализированным обществом. Процедура эмиссии начинается с заключение договора на оказание услуг с кредитным рейтинговым агентством. Одним из ключевых преимуществ сделок структурного финансирования является возможность обособления активов от originатора путем передачи таких активов специализированному обществу. Ввиду такого обособления, кредитные рейтинговые агентства могут осуществить оценку кредитоспособности активов, подлежащих секьюритизации вместо

²⁴ Гражданский кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

кредитоспособности самого эмитента, что в конечном итоге приводит к снижению стоимости финансирования для эмитента²⁵. По условиям заключаемого с рейтинговым агентством договора, рейтинговое агентство оказывает услуги по оценке вероятности неисполнения специализированным обществом собственных обязательств перед инвесторами, результатом которого является присвоение рейтинга каждому из выпусков ценных бумаг специализированного общества.

После заключения с рейтинговым агентством договора, осуществляется эмиссия облигаций и иных ценных бумаг специализированного общества и их размещение среди инвесторов. При этом, особенностью является то, что специализированное общество размещает несколько различных выпусков ценных бумаг, которые субординированы между собой и погашаются поэтапно, т.е. если держатели ценных бумаг старшего транша, который должен быть погашен первым, не получают денежных средств, то держатели остальных – младших траншей также не получают денежных средств. Такая структура выплат при секьюритизации получила название *«водопадной структуры»* (*«Waterfall Structure»*). Младший транш выкупается самим эмитентом, что создает определенные гарантии для инвесторов, осуществляющие инвестиции в облигации большего старшинства.

Роль гаранта при эмиссии ценных бумаг заключается в том, что такой гарант посредством механизма безотзывной оферты предлагает любому приобретателю ценных бумаг, выпущенных специализированным обществом, в случае наступления неплатежа по таким ценным бумагам осуществить такую выплату за специализированное общество по тем обязательствам и в тех пределах, которые определяются эмиссионной документацией. Как правило, гарант несет субсидиарную ответственность перед владельцами ценных бумаг (облигаций) по обязательствам специализированного общества, обеспеченным выданной гарантией.

²⁵ Калинин С. И., Ушаков О. В., Фильчуков А. А. Секьюритизация и проектное финансирование в России: новые правовые реалии // Закон. № 5. 2014. С. 96.

Как отмечают международные исследователи секьюритизации, реализация указанных этапов для originатора позволяет снизить стоимость фондирования – процентная ставка, по которой привлекаются денежные средства при структурном финансировании будет значительно ниже, чем ставка, по которой originатор может привлечь денежные средства напрямую²⁶.

Как было отмечено, существует большое количество разновидностей и, соответственно, классификаций сделок структурного финансирования. На наш взгляд, все транзакции по секьюритизации активов могут быть разделены на три условные категории²⁷:

1. *Сделка структурного финансирования с предоставлением займа, обеспеченного залогом активов («Collateralized debt»)*. Указанная категория наиболее близка к традиционному кредитованию под залог активов (имущества). В данном виде сделок originатор получает займ со стороны специализированного общества и закладывает часть собственных активов (имущества) для обеспечения выплат по такому займу.

2. *Долевая сделка структурного финансирования («Pass-through securitization»)*. Данный вид сделок характеризуется тем, что инвесторы приобретают прямую долю участия в секьюритизируемых активах, таким образом, что приобретаемые ими ценные бумаги удостоверяют долю в праве на секьюритизируемые активы (имущество), за счет чего инвестор получает те прибыли и убытки, которые возникают от секьюритизируемого имущества. Примером такого вида сделок в России может послужить секьюритизация с выпуском ипотечным агентом ипотечных сертификатов участия, удостоверяющих долю их владельца на ипотечное покрытие²⁸.

3. *Заемная сделка структурного финансирования («Pay-through securitization»)*. В настоящей работе рассматривается преимущественно

²⁶ Schwarcz S. L. Указ. Соч. Р. 135 - 137.

²⁷ Securitization in Russia: ways to expand markets and reduce borrowing costs / World Bank. 2005. p. 12

²⁸ пункт 1 статьи 3 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

указанная категория сделок ввиду высокой частоты ее использования участниками рынка секьюритизации. Для указанной разновидности сделок характерным является то, что активы передаются специализированному обществу, которое осуществляет выпуск ценных бумаг субординированных (траншированных) между собой. Обязательства по выпущенным ценным бумагам исполняются за счет поступлений денежных средств от активов, которые были переданы такому специализированному обществу.

§ 3. Принципы структурного финансирования.

В отличие от многих других способов финансирования, структурное финансирование кажется очень сложным. Сложность редко когда, если вообще когда-либо, не влечёт дополнительных затрат для предприятия, привлекающего финансирование. Если решение о финансировании принимается рационально, то тогда сделки структурного финансирования должны приносить участникам сделок такие выгоды, которые не предоставляют другие, более простые виды финансирования.

С практической точки зрения структурное финансирование позволяет достигнуть нескольких целей.

Во-первых, предприятие, которое является низкокачественным и рискованным заемщиком, имеет возможность выпустить высококачественные и низкорискованные ценные бумаги, за счет чего получить более дешевое кредитное финансирование.

Во-вторых, как было отмечено выше, низколиквидные активы, генерирующие денежные потоки, которые должны быть проданы (переданы) при реализации сделки структурного финансирования должны трансформироваться в ликвидные ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке ценных бумаг.

Когда мы упомянули, такое важное экономическое преимущество сделок секьюритизации, как снижение стоимости финансирования для originator, не происходит просто так и не может существовать само по себе. Согласно основополагающему принципу финансов доходность всегда должна соответствовать определенному уровню риска: чем меньше риск, тем меньше доходность вложений и чем больше риск, тем большей должна быть доходность²⁹. Из указанного следует, что при осуществлении сделок структурного финансирования (секьюритизации) для инвесторов должен

²⁹ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Брейли Р., Майерс С.; пер. с англ. [Н. Барышникова]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014. С. 16.

снижаться уровень риска по отношению к сделкам прямого кредитования originатора.

Для снижения уровня риска для инвестора и получения преимуществ от секьюритизации, подобного рода сделки должны быть построены на основе ряда основополагающих принципов. При этом, полагаем, что указанные принципы являются правовыми принципами, т.к. фактические являются основополагающими идеями, лежащими в основе регулирования сделок структурного финансирования и секьюритизации, в частности.

1. Независимость (самостоятельность) специализированного общества. Фундаментальный принцип сделок секьюритизации, предполагающий обособление специализированного общества от originатора в сделках секьюритизации. Указанный признак означает, что корпоративное управление специализированным обществом осуществляется иным, нежели чем originатор лицом.

Реализация указанного принципа позволяет уменьшить для инвесторов в ценные бумаги операционные риски, т.е. те риски, которые связаны с ненадлежащим функционированием, управлением заемщика, которые могли бы быть присущи ввиду потенциального конфликта интересов владельцев облигаций и originатора, а также аффилированных лиц последнего.

Кроме того, реализации указанного правового принципа приводит к такому важному экономическому последствию как отсутствие консолидации в финансовой отчетности originатора показателей специализированного общества³⁰. Как было отмечено выше, одним из значимых экономических преимуществ, ради которого совершаются сделки секьюритизации активов – «высвобождение баланса», т.е. фактически обмен долгосрочных неликвидных финансовых активов на денежные средства, преимущество которого заключается в улучшении показателей обязательных нормативов в случае, если originатором в сделке структурного финансирования выступает банк.

³⁰ Tavakoli Janet M. Structured finance and collateralized debt obligation: new developments in cash and synthetic securitization – 2nd ed. John Wiley & Sons. 2008 – p. 7-44.

Это имеет принципиальное значение, поскольку в случае, если будет составляться консолидированная финансовая отчетность с учетом деятельности специализированного общества, то при расчете, например, банковских нормативов согласно методологии, установленной Инструкцией Банка России от 28.06.2017 N 180-И «Об обязательных нормативах банков» перераспределение кредитного риска не произойдет, равно как и улучшение ликвидности банка-оригинатора, поскольку расчетные показатели между собой суммируются за счет принципа консолидации. О том, что данный вопрос является значимым при осуществлении сделок говорит и иностранная литература³¹.

Реализации принципа независимости специализированного общества осуществляется через независимость и самостоятельность органов управления такого общества.

Так, например, для специализированных финансовых обществ и специализированных обществ проектного финансирования установлено правило, что роль единоличного исполнительного органа такого общества исполняет управляющий, управляющая компания инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда, негосударственного пенсионного фонда или иная организация, являющаяся хозяйственным обществом, при условии включения указанных организаций Банком России в реестр организаций, которые вправе осуществлять деятельность управляющих компаний специализированных обществ³².

Аналогичное правило существует и для другого вида специализированного общества – ипотечного агента. Полномочия единоличного исполнительного органа ипотечного агента должны быть переданы коммерческой организации³³.

³¹ *Kothari V. Securitization Vehicles: Is Unconsolidated Status Easier Under IFRS 10 and IFRS 12?* [Electronic resource]: URL: <https://ssrn.com/abstract=2374806>.

³² пункт 1 статьи 15.3 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

³³ абзац 2 пункта 2 статьи 8 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

Кроме того, в отношении принципа независимости специализированного общества также необходимо указать, что в странах с более развитыми рынками капитала сложилась такая практика, когда владения долями в уставном капитале и акциями специализированных обществ осуществляется иными лицами, нежели чем оригинатор. Данное правило позволяет изолировать оригинатора от принятия ключевых решений высшим органом управления специализированного общества – решений, принимаемых общим собранием участников общества или общим собранием акционеров.

Например, в рамках англосаксонской правовой системы сложилась такая практика, когда учредителем специализированного общества выступает трастовая структура, которой передаются акции специализированного общества, для такого траста назначается специальная фигура, именуемая трасти, которая выполняет функции как акционера, так и функции единоличного исполнительного органа такого специализированного общества. За счет такого рода структура владения долями в уставном капитале, акциями специализированных обществ, специализированные общества получили название «сиротского юридического лица» («*Orphan Entities*»)³⁴.

Интересно, что, например, в Нидерландах при реализации сделок структурного финансирования используются так называемые «штихтинги» («*stichting*»). Штихтинги являются некоммерческими юридическими лицами и не имеют членства, что позволяет исключить влияние оригинатора и его аффилированных лиц на деятельность специализированного общества³⁵. Основным преимуществом для участников сделок секьюритизации является тот факт, что в случае ликвидации штихтинга, имущество в виде акций, долей специализированного общества, принадлежащее такому штихтингу, может

³⁴ Gorton G. B. and Souleles N. S. Special Purpose Vehicles and Securitization // NBER Working Paper No. w11190. 2005. p. 7

³⁵ Ушаков О. В., Барышев М. А., Кондрацкая М. В. К вопросу об организационно-правовой форме ипотечных агентов и их участников (акционеров) // Рынок ценных бумаг. № 6. 2015. С. 41; Калинин С. И., Ушаков О. В., Фильчуков А. А. Ипотечный агент как участник секьюритизационной сделки // Энциклопедия российской секьюритизации. 2013. С. 134

быть использовано только по его назначению при передаче третьим лицам, что создает дополнительные гарантии для инвесторов при инвестировании в ипотечные ценные бумаги³⁶.

В Российской Федерации для реализации принципа независимости специализированного общества стала распространена практика, когда в качестве учредителя ипотечного агента или специализированного финансового общества выступает некоммерческая организация – фонд, который не является аффилированным тому или иному оригинатору³⁷. Хотя, необходимо отметить, что ввиду невозможности достаточного обеспечения интересов инвесторов – держателей облигаций при реализации сделок секьюритизации участник российского финансового рынка прибегают к использованию вышеупомянутых штихтингов, что применимо как к структуре владения российским специализированными обществами, так и трансграничным сделкам секьюритизации, совершаемых российскими участниками сделок секьюритизации^{38 39}.

В результате реализации принципа независимости специализированного общества единственная связь между оригинатором и специализированным обществом будет заключаться в совершении сделки по отчуждению активов, подлежащих секьюритизации. Изолированное владение и управление специализированным обществом помогает сделать такое общество независимым от оригинатора в части управления и доступа к активам SPV, а

³⁶ пункт 4 статьи 2:286 Книги 2 Гражданского кодекса Королевства Нидерландов (См.: неофициальный перевод Гражданского кодекса Королевства Нидерландов на английский язык. URL: <http://www.dutchcivillaw.com/civilcodebook022.htm> (дата обращения: 20.04.2019)).

³⁷ Например, учредителем Общества с ограниченной ответственностью «Ипотечный агент БСПБ» является Фонд содействия развитию системы ипотечного жилищного кредитования «СПБ 1» (см. п. 6.2. Проспекта эмиссии ценных бумаг. URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=35696&type=7> (дата обращения :23.04.2019)).

³⁸ Так, например, в правоприменительной практике встречается указание, что специализированное общество является «сиротской» компанией (Orphan entity). Ее юридическим собственником являются некоммерческие фондовые компании, зарегистрированные в Голландии, которые не имеют никакого отношения к Банку и его акционерам. (см. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 23 мая 2013 г. N 09АП-13331/2013 [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс»).

³⁹ В одной из последних сделок секьюритизации активов учредителем Общества с ограниченной ответственностью «Ипотечный Агент Абсолют 4» выступает Штихтинг Абсолют V (Stichting Absolut V) (см. п. 6.2. Проспекта эмиссии ценных бумаг. URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=35604&type=7> (дата обращения: 23.04.2019)).

также позволяет разрешить ряд налоговых проблем, которые бы возникли без использования подобной структуры, например, проблему заключения контролируемых сделок между взаимозависимыми лицами или применение требований налогового законодательства к контролируемым иностранным компаниям в случае совершения сделок структурного финансирования с использованием специализированных обществ, созданных по иностранному праву.

2. *Принцип обособления и «действительной продажи» активов.* Как уже отмечалось выше, интерес инвестора в отношении облигаций, выпущенных специализированным обществом, заключается в том, чтобы изолировать активы от originатора, привлекающего финансирование, тем самым снижая для себя операционный и кредитный риск, непосредственно связанный с личностью originатора. Обеспечение подобного рода правового интереса инвестора требует четкого разделения между имуществом (активами) специализированного общества и имуществом самого originатора⁴⁰.

Если применительно к обособлению имущества специализированного общества от имущества originатора, можно утверждать, что в рамках российского законодательства вопрос является решенным, т.к. и originатор, и специализированное общество являются самостоятельными юридическими лицами, которые в рамках своей деятельности вправе приобретать, владеть и отчуждать любое имущество, если иное не запрещено законом. Напротив, в отношении передачи имущества специализированному обществу для реализации сделок секьюритизации установлены только базовые границы и базовые требования к таким сделкам.

Так, Закон об ипотечных ценных бумагах устанавливает, что требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) залоговые могут быть приобретены ипотечным агентом на основании договора купли-

⁴⁰ Mary J. Shariff. *Legal Strategies: How Corporations Use Law to Improve Performance* / Mary J. Shariff - Springer-Verlag Berlin Heidelberg. 2009 - p. 267-275.

продажи, мены, цессии (уступки требования), иной сделки об отчуждении этого имущества, в том числе связанной с оплатой уставного капитала (акций) ипотечного агента этим имуществом, а также в результате универсального правопреемства⁴¹.

В связи с тем, что специальные нормы российского законодательства только указывают на общие правила в отношении того, каким образом специализированному обществу должны быть переданы подлежащие секьюритизации права требования, представляется необходимым рассмотреть то, каким образом осуществляется передача активов для секьюритизации в иностранных правовых порядках.

Как правило передача активов от оргинатора специализированному обществу осуществляется при помощи так называемой сделки *«true-sale»* или *«действительной продажи»*, которая дополнительно обеспечивает надежности сохранения активов в рамках специализированного общества ввиду сложности оспаривания подобной сделки и возможных последствий в виде возврата активов обратно оргинатору, поскольку ключевая особенность сделки действительной продажи заключается в *невозможности оспаривания подобной сделки в процедуре банкротства оргинатора*.

Концепция или же доктрина действительной продажи имеет англосаксонские, в первую очередь американские, корни, поэтому рассмотрение вопроса о содержании и признаков указанного правового явления представляется необходимым начать именно с указанного правового порядка.

Важно отметить, что в американском праве действительная продажа не определена положениями закона: суд в каждом конкретном случае определяет является ли та или иная сделка действительной продажей активов⁴². Тем не менее, рассмотрим критерии, которые были сформулированы в американской

⁴¹ абзац 2 пункта 1 статьи 8 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

⁴² *Kenneth N. Klee, Brendt C. Butler. Asset-backed securitization, special purpose vehicles and other securitizaitonal issues. U.C.C. Law Journal. № 23 (35). 2002. p. 20.*

судебной практике, которые не позволяют осуществить оспаривание сделки действительной продажи при банкротстве originатора.

Намерение сторон сделки при ее заключении / переход риска по секьюритизируемым активам. Американские исследователи отмечают, что указанный критерий является наиболее часто используемым судами во всех спорах, где требуется принять решение о разграничении действительной продажи от обеспечительной залоговой сделки⁴³.

Суды, определяя подлинное намерение сторон сделки, смотрят на фактические обстоятельства, осуществляемую сторонами сделки хозяйственную деятельность, цель (каузу) сделки, а также юридические взаимосвязи сторон друг с другом, а также с третьими лицами⁴⁴.

При отрыве от фактических обстоятельств конкретных судебных дел, представляется, что необходимо раскрыть такие свойства как кауза сделки и фактическую деятельность дополнительно.

Если следовать экономической логике секьюритизационных сделок, то можно сказать, что основной целью осуществления действительной продажи активов является передача рисков, проистекающих от самих активов (в первую очередь, риска неисполнения обязательств по выданным банком ссудам), от originатора к специализированному обществу.

Большое значение в данном контексте имеет полный переход рисков активов к специализированному обществу, поскольку, если какие-либо риски остаются на originаторе (продавце) в сделке действительной продажи, то такая сделка может быть перекалфицирована в обеспеченный залогом займ⁴⁵.

При этом, в американской судебной практике считается допустимым такие случаи, когда originатор оставляет за собой часть рисков

⁴³ *Kenneth N. Klee, Brendt C. Butler.* Указ. Соч. Р. 21.

⁴⁴ Дело *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.* [Электронный ресурс] : Режим доступа: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/602/538/252513/>.

⁴⁵ Как, например, в деле *Fireman's Fund Ins. Co. v. Grover*, 813 F.2d 266 (9th Cir. 1987) [Электронный ресурс] : Режим доступа: <https://openjurist.org/813/f2d/266/woodson-company-firemans-fund-insurance-companies-v-b-grove>.

секьюритизируемых активов за собой, например, в случае, если оригинатором выкупается младший транш выпускаемых облигаций специализированного общества. Суды полагают, что это не означает, что риски активов не были переданы специализированному обществу, а лишь обеспечивает интересы инвесторов в ценные бумаги, поскольку младшие транши погашаются со стороны специализированного общества последними, а значит, что, выкупая младший транш, оригинатор в некотором роде «доказывает» инвестору гарантии качества секьюритизируемых активов, за счет которых инвестор получит деньги раньше самого оригинатора⁴⁶.

Таким образом, мы выяснили, что целью осуществления действительной продажи является передача риска по секьюритизируемым активам специализированному обществу. Полагаем, что указанный критерий может быть применим и к российском правопорядку.

Для того, чтобы увидеть чёткие отличия сделок действительной продажи, видится необходимым рассмотреть указанные сделки в сравнении с залоговыми сделкам, которым как правило противопоставляют сделку действительной продажи и ответить на следующий вопрос: будет ли обеспечиваться передача риска к специализированному обществу при условии залога активов оригинатора?

Представляется, что нет, поскольку специализированное общество, которое имеет в залоге условный кредитный портфель, принадлежащий оригинатору, будет нести несколько иные риски, которые будут отличаться от тех рисков, которые несет специализированное общество в случае действительной продажи.

Залог является обеспечительной сделкой, а значит, что кауза такой сделки будет направлена на обеспечение исполнения обязательств оригинатора перед специализированным обществом. При этом, в случае, если по портфелю кредитов, которые выступают в качестве обеспечения сделки, будут происходить неплатежи (неисполнение обязательств), то риски наступления

⁴⁶ *Kenneth N. Klee, Brendt C. Butler.* Указ. Соч. р. 22 – 25.

таких последствий несет в первую очередь оригинатор, который сохраняет за собой имущественные права на кредитный портфель.

Риски специализированного общества в случае с залогом будет заключаться в ином, в первую очередь в утрате обеспечения по сделке. При этом, по общему правилу, в случае утраты залогового обеспечения по обстоятельствам, за которые оригинатор не отвечает, оригинатор вправе в разумный срок предоставить замену залогового имущества, в т.ч. заменить права требования по кредитам, переданным в залог специализированному обществу. Если же обеспечение было утрачено, а иного залога со стороны оригинатора предоставлено не было, тогда у специализированного общества возникает право требовать досрочного исполнения обязательства со стороны оригинатора.

Таким, на первый взгляд, кажущимися странными и нерелевантными аксиомами гражданского права мы описали несколько важных явлений в секьюритизации, которые только могут подтвердить наш довод о том, что при залоге имущества оригинатора будут отличаться риски, принимаемые на себя специализированными обществами.

«Передача» риска и право на обращение к продавцу с иском в случае неисполнения обязательств по кредитному портфелю. Содержание критерия фактически вытекает из казуы (цели) сделки действительной продажи активов. При рассмотрении дел, американские суды анализируют юридическую возможность покупателя (специализированного общества) обратиться к продавцу (оригинатору) с иском в случае, если будут осуществлять неплатежи по переданному кредитному портфелю.

В случае реализации сделки действительной продажи все риски переходят к покупателю, а оригинатор не отвечает за неисполнение обязательств со стороны заемщиков оригинатора. Можно сказать, что такое правило применимо и к российским положениями Гражданского кодекса РФ об уступке прав требования, которые устанавливают, что, цедент не отвечает

перед цессионарием за неисполнение передаваемого требования должником (п. 1 ст. 390 ГК РФ).

Если снова осуществить сравнение в отношении залоговых сделок, то можно прийти к выводу, что, если права требования по кредитам находятся в залоге у специализированного общества, то неплатежи по таким кредитам могут послужить основанием для утраты обеспечения и привести к требованию со стороны специализированного общества досрочно исполнить обязательство originатора по выданному займу, в результате которого имущественная масса originатора будет уменьшена.

Таким образом, на наш взгляд, существует разница в возможности предъявления требований к originатору со стороны специализированного общества в зависимости от вида сделки: действительной продажи или залога.

Критерий контроля в отношении секьюритизируемых активов. Очевидно, что помимо рисков, которые несет специализированное общество, и возможности предъявления требований к банку-originатору, отличаться будут и полномочия originатора в отношении секьюритизируемых активов.

Так, при залоге у originатора остается право осуществлять изменения условий выданных кредитов в установленном законодательством и кредитным договором порядке, например, реструктурировать кредиты, путем заключения с заемщиками дополнительных соглашений, которыми могут быть изменены срок кредита, процентная ставка, размер ежемесячного платежа, а равно любые другие условия кредитного договора, т.е. в случае с залогом originатор остается полноценной стороной обязательства по кредитным договорам.

В ситуации же с действительной продажей ситуация будет отличаться – при передаче портфеля кредитов кредитором по обязательству становится специализированное общество, и, в отличие от первого описанного нами случая, ему будет принадлежать возможность осуществления прав кредитора по обязательствам, вытекающих из кредитных договоров, при этом, в отличие от залоговой сделки, originатор не будет иметь возможности модифицировать условия выданных кредитов, переданных

специализированному обществу. Аналогичный критерий встречается и в американской правовой доктрине⁴⁷.

В этом контексте отметим, что в российской судебной практике встречаются дела, в которых суд признавал взаимозависимость между специализированным обществом и оригинатором в виду контроля над активами и отсутствие перехода риска на такие активы. Так, суды отмечали, что исходя из того, что финансовые показатели SPV консолидируются вместе с отчетностью банка-оригинатора в Международных стандартах финансовой отчетности, передача кредитов специализированному обществу по договору уступки права требования не влечет изменение кредитного риска банка и, следовательно, банк-оригинатор за счет сделки пытается уменьшить налогооблагаемую базу⁴⁸. С таким подходом категорически нельзя согласиться, поскольку при реализации сделки структурного финансирования владение специализированным обществом не всегда изолируется от оригинатора, а активы в большинстве случаев продолжают обслуживаться самим оригинатором, также часто оригинатор будет осуществлять контроль над специализированным обществом, который определяется в соответствии с требованиями МСФО, что приведет к необходимости консолидировать такую информацию в отчетности оригинатора⁴⁹. Полагаем, что наличие подобной правоприменительной практики может создать риски для инвесторов, которые рассчитывают на изоляцию активов от оригинатора и надлежащее действие принципа обособления активов.

Цена передаваемых активов. Американские правоведы полагают, что критерий цены является чуть ли не самым главным для определения того, что сделка является действительной продажей⁵⁰. Содержание критерия заключается в том, что цена при осуществлении сделки действительной

⁴⁷ Heather Hughes. Property and the True-Sale Doctrine. University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 19.4, p. 901.

⁴⁸ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 6 июня 2016 г. N 09АП-14800/2016 [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁴⁹ Kothari V. Указ Соч. p. 10

⁵⁰ Heather Hughes. Указ. Соч. p. 901.

продажи должна советовать рыночной цене передаваемых оригинатору прав требования.

При этом, в случае с залогом – цену, которая будет выражена в виде процента по займу, будет иметь только обеспечиваемое залогом заемное обязательство, поскольку залог – акцессорный и не может быть самостоятельной сделкой в российском правовом порядке.

Тем не менее, в отношении принципа обособления и действительной продажи активов нам необходимо отметить следующие проблемы, которые существуют в российской практике правоприменения.

Так, например, в правоприменительной практике возникла так называемая концепция «фактического» заемщика. Так, в некоторых судебных делах, суды полагают, что специализированное общество является номинальным эмитентом, выполняющим транзитные функции, а есть банк (оригинатор), который выступает фактическим заемщиком. Несмотря на то, что ценными бумагами удостоверяются права требования к специализированному обществу, это все равно позволяет включиться в реестр кредиторов банка-фактического заемщика (оригинатора)⁵¹.

Таким образом имеет место нарушение четкого разграничения между активами специализированного общества и банка-оригинатора. Несмотря на то, что такая позиция была бы удобной для инвесторов, вкладывающих деньги в ценные бумаги, выпускаемые специализированными обществами, поскольку они могли бы получить удовлетворение требований одновременно как за счет переданных SPV активов, так и активов оригинатора, подобная судебная практика ставит инвесторов специализированных обществ в неравное положение с иными кредиторами, чьи требования должны удовлетворяться за счет активов банка-оригинатора, а не активов, переданных специализированному обществу для секьюритизации.

⁵¹ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 26.01.2018 N 09АП-59569/2017 по делу N А40-17434/16 [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

Таким образом, завершая рассмотрение принципа обособления активов специализированных обществ мы можем сказать, что фактически специализированное общество – специально созданный независимый заемщик, который создается с исключительной целью: изолировать активы от originатора путем совершения сделки действительной продажи, чтобы затем доходы от полученных активов перераспределить между держателями облигаций такого специализированного общества.

3. Принцип ограниченной правоспособности специализированного общества. Единственной целью, с которой создается специализированное общество, и единственной деятельностью, которую вправе такое общество осуществлять заключается в приобретении активов originатора за счет средств, полученных от размещения облигаций.

Невозможность осуществления иной деятельности, кроме определенной учредительными документами, а также ограничения в возможности совершения сделок необходимы для того, чтобы обеспечить интерес инвестора в сохранении целостности и неизменности тех активов, которые были переданы специализированному обществу от originатора.

Для указанных целей Закон об ипотечных ценных бумагах указывает, что предметом деятельности ипотечного агента может быть только приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) залоговых, а также осуществление эмиссии облигаций с ипотечным покрытием⁵².

Аналогичное правило для специализированных финансовых обществ установлено и Законом о рынке ценных бумаг: целями и предметом деятельности специализированного финансового общества могут являться либо приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств (далее - денежные требования) по кредитным договорам, договорам займа и (или) иным обязательствам, включая права,

⁵² пункт 1 статьи 8 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств, приобретение иного имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, либо приобретение ценных бумаг, иностранных финансовых инструментов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг, денежных требований по кредитным договорам и договорам займа, заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, размещение во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретение драгоценных металлов, предоставление займов, заключение договоров страхования рисков и осуществление эмиссии структурных облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и (или) иного имущества⁵³.

Указная концепция принципа ограниченной правоспособности специализированных обществ прослеживается и в российской правоприменительной практике, так, например, суд в отношении иностранного специализированного общества отметил, что такое общество является дочерней организацией банка с единственным видом хозяйственной деятельности - эмиссия и размещение ряда выпусков еврооблигаций в рамках утвержденной программы эмиссии с последующим размещением всех средств, привлеченных в результате деятельности этих организаций, на депозитных счетах банка⁵⁴.

Исходя из указанного, мы можем констатировать, что указанный принцип ограничения правоспособности применим как в отношении российских специализированных обществ: ипотечных агентов, специализированных финансовых обществ, так и в отношении иностранных специализированных обществ.

⁵³ пункт 2 статьи 15.1 Федерального закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁵⁴ Постановление ФАС Северо-Западного округа от 20.09.2010 по делу N А56-78678/2009 [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

4. Принцип субординации платежей по ценным бумагам, выпускаемым в результате секьюритизации активов. Указанный принцип имеет в первую очередь экономическую природу и является гарантией для инвесторов при реализации сделок структурного финансирования.

Основополагающей идеей в данном случае является то, что выплаты по выпущенным специализированным обществом облигациям осуществляются постепенно друг за другом, в той последовательности, которая строго определена эмиссионной документацией. Выпуская субординированные между собой выпуски ценных бумаг, специализированное общество распределяет поступившие денежные средства от секьюритизируемых активов между различными выпусками облигаций, которые именуются траншами и которые погашаются поочередно друг за другом⁵⁵.

Обеспечение интересов инвесторов в данном случае реализуется за счет того, что оригинатор в сделках структурного финансирования выкупает младший транш, который погашается последним, в результате чего обязательства по такому траншу будут погашены после исполнения всех обязательств перед инвесторами, которые приобрели ценные бумаги большего «старшинства».

В этой связи необходимо, чтобы законодательство могло позволить осуществлять субординацию (погашение) обязательств из ценных бумаг в определенной очередности.

В настоящий момент действующее гражданское законодательство по общему правилу позволяет кредиторам одного должника заключать соглашения о порядке удовлетворения их требований к должнику, в том числе об очередности их удовлетворения и о непропорциональности распределения исполнения⁵⁶.

⁵⁵ Солдатова О.А. Указ. Соч. С. 142.

⁵⁶ пункт 1 статьи 309.1 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

Российским законодательством, регламентирующим процедуру эмиссии ценных бумаг, установлена возможность субординации при выпуске облигаций с обеспечением и облигаций с ипотечным покрытием⁵⁷.

5. Принцип невозможности прекращения деятельности специализированного общества. Указанный принцип будет включать в себя несколько взаимосвязанных элементов: во-первых, это запрет на признание специализированного общества несостоятельным (банкротом), во-вторых, это запрет на осуществление добровольной ликвидации специального общества, и, наконец, в-третьих, это запрет на реорганизацию специализированного общества.

Принимая во внимание, что выпускаемые облигации специализированного общества являются производными от переданных специализированному обществу активов и могут погашаться только за счет доходов (денежного потока) от таких активов, а также, что должен быть обеспечен принцип субординации требований инвесторов, вытекающих из облигаций специализированного общества, для полноценного обеспечения интересов инвесторов должна быть обеспечена невозможность прекращения деятельности специализированного общества.

Во-первых, как было отмечено выше, необходимо чтобы специализированное общество не могло быть признано несостоятельным (банкротом) и чтобы не могли быть использованы различные процедуры, предусмотренные законодательством о банкротстве, которые бы увеличивали объем активов (имущества), из которого инвесторы могли бы получить денежные средства для погашения обязательств по приобретенным облигациям. Примером таких мероприятий может быть, например, привлечение к субсидиарной ответственности originатора, оспаривание сделок должника в процедуре банкротства и т.д.

⁵⁷ пункт 21.27 и 27.5 «Положения о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг», утвержденные Банком России 11.08.2014 N 428-П [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

Кроме того, принимая во внимание, что действующими законодательством о несостоятельности (банкротстве) установлены императивные требования к очередности погашения требований кредиторов, полагаем, что возможность признания специализированного общества несостоятельным (банкротом) в значительной степени могло бы повлиять на фактическую реализацию принципа субординации платежей по ценным бумагам специализированного общества.

В связи с указанным, российское законодательство о несостоятельности (банкротстве) позволяет арбитражному суду рассматривать заявления о несостоятельности специализированных обществ только в том случае, если соответствующее решение было принято общим собранием владельцев облигаций⁵⁸. При этом, необходимо отметить, что российское законодательством содержит специальное правило, касающиеся субординации требований по облигациям: так, для признания специализированного общества, эмитента нескольких субординированных между собой выпусков облигаций, несостоятельным (банкротом) требуется решение общего собрания владельцев облигаций старшего транша (выпуска), которые по очередности должны быть погашены первыми⁵⁹.

Таким образом, действующее российское законодательство о несостоятельности (банкротстве) пускай и позволяет признавать специализированные общества несостоятельными (банкротами), но тем не менее обеспечивает имущественные интересы инвесторов в ценные бумаги, выпущенные такими специализированными обществами.

Также действующим законодательством должен быть установлен запрет на осуществление добровольной ликвидации и реорганизации специализированных обществ. Указанная потребность продиктована в первую очередь тем, что активы, за счет которых осуществляется погашение

⁵⁸ абзац 1 пункта 1 статьи 230.1 Федерального закона от 26.10.2002 N 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁵⁹ абзац 2 пункта 1 статьи 230.1 Федерального закона от 26.10.2002 N 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

облигаций специализированных обществ имеют длительный срок жизни (погашения), который значительно превышает нормативный срок для ликвидации хозяйственных обществ, а также, тем, что принятие решение о ликвидации хозяйственного общества приводит к акселерации обязательств такого общества и необходимости их досрочного погашения⁶⁰.

Так, законом о рынке ценных бумаг и законом об ипотечных ценных бумагах установлен запрет на ликвидацию и реорганизацию ипотечного агента, специализированного финансового общества⁶¹.

б. *Принцип налоговой нейтральности операций специализированного общества.* Данный принцип имеет тесную связь с такой характеристикой как ограничение правоспособности специализированного общества. Поскольку специализированное общество не создано для целей осуществления полноценной хозяйственной деятельности, а его задача заключается лишь в том, чтобы распределить все полученные от секьюритизируемых активов денежные потоки между держателями облигаций за вычетом расходов на обеспечение собственной деятельности, что часто именуется «сквозной структурой» («*pass-through entity*»), в отношении операций (сделок) специализированных обществ должен действовать специальный налоговый режим, отличающийся от порядка налогообложения, установленного для обычных хозяйственных обществ, осуществляющий предпринимательскую деятельность⁶².

Так, для участников сделок структурного финансирования вопросы налогообложения стоят наиболее остро, поскольку необходимость уплаты законно установленных налогов и сборов при совершении сделок, направленных на реализацию секьюритизации активов, может привести к существенному снижению денежного потока, получаемого

⁶⁰ пункт 1 статьи 60 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁶¹ пункт 3 и пункт 4 статьи 15.2 Федерального закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс»; пункт 4 статьи 8 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

⁶² Буров В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации в некоторых развитых странах // Энциклопедия российской секьюритизации. 2008. С. 256.

специализированным обществом и, соответственно, распределяемого в пользу владельцев облигаций, выпущенных таким специализированным обществом.

С позиции участников правоотношений по секьюритизации налоговая нейтральность означает, что проведение секьюритизации не должно приводить к большим налоговым издержкам по сравнению с выпуском долговых ценных бумаг непосредственно самим эмитентом⁶³.

В настоящий момент в российском законодательстве установлены специальные правила только в отношении налога на прибыль, который должен быть уплачен специализированным обществом.

Так, не учитываются для исчисления налоговой базы по налогу на прибыль доходы в виде имущества, включая денежные средства, и (или) имущественные права, которые получены ипотечным агентом или специализированным обществом в связи с их уставной деятельностью⁶⁴.

Кроме того, установлено специальное правило для налога на прибыль применимое к тем случаям, когда специализированное общество осуществляет списание собственной кредиторской задолженности перед владельцами выпущенных облигаций: списание кредиторской задолженности специализированного общества перед владельцами облигаций в связи с истечением сроков исковой давности не признается в качестве внереализационного дохода такого специализированного общества⁶⁵.

Описанные выше специальные правила для сделок секьюритизация являются единственными отличиями от общего порядка налогообложения, установленного действующим законодательством на момент написания настоящей работы.

7. Принцип увеличения кредитного качества специализированного общества и обособляемых активов. Принцип увеличения кредитного качества специализированного общества и обособляемых активов имеет в первую

⁶³ Буров В. Указ. Соч. С. 255-256.

⁶⁴ подпункт 29 пункта 1 статьи 251 Налогового кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁶⁵ пункт 18 статьи 250 Налогового кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

очередь экономическую природу, однако, принимая во внимание, что хозяйственное право фактически обуславливает и обслуживает интересы фактически складывающихся потребностей экономического оборота, реализация указанного принципа в законодательстве необходима для полноценного функционирования механизма секьюритизации.

Способы (механизмы) увеличения кредитного качества в сделках секьюритизации принято делить на внутренние и внешние⁶⁶.

К внутренним способам кредитной поддержки принято относить те способы улучшения качества, которые обеспечиваются оригинатором в сделках секьюритизации или заложенные в свойства самой секьюритизации. К ним, как правило, относятся следующие механизмы:

Избыточное покрытие («Overcollateralization»). Указанный механизм предполагает, что номинальная стоимость выпуска облигаций должна быть меньше, чем стоимость активов (а также обеспечения по таким активам), передаваемых специализированному обществу для секьюритизации. Это необходимо для того, чтобы специализированное общество имело возможность компенсировать потерю рыночной стоимости активов, а также покрыть издержки на обращение взыскание не предмет обеспечения по активам, преданным для секьюритизации. Важно, чтобы после погашения всех выпущенных специализированным обществом облигаций излишнее имущество (активы), денежные средства были возвращены обратно оригинатору.

Таким образом, законодательством должен быть обеспечен принцип налоговой нейтральности в отношении приобретения излишнего имущества (активов), а также должен быть установлен правовой механизм, при помощи которого излишнее имущество (активы) может быть возвращено оригинатору после погашения облигаций специализированного общества.

⁶⁶ Александрова Н. В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности // Финансы и кредит. № 29 (269). 2007. С. 21.

Субординирование выпусков облигаций между собой. Как уже было отмечено выше, интерес инвесторов заключается в том, чтобы получить исполнение по приобретенным облигациям после оригинатора в сделке секьюритизации активов, в этой связи необходимо, чтобы законодательство обеспечивало возможность субординации (установления очередности погашения) выпусков облигаций специализированного общества между собой, а также фактический выкуп младшего (нижестоящего) выпуска самим оригинатором.

Формирование резервных фондов. Эти фонды формируются либо до размещения облигаций специализированного общества, либо регулярно пополняются в течение сделки секьюритизации за счет разницы (спреда) между входящим потоком платежей от секьюритизируемых активов и выплат, осуществляемых в пользу инвесторов по облигациям специализированного общества⁶⁷. Указанный резервный фонд инвестируется специализированным обществом в надежные ценные бумаги с фиксированной доходностью и используется для покрытия убытков от неисполнения обязательств по переданным специализированному обществу активам (правам требования), а также для распределения среди инвесторов в тех случаях, которые прямо предусматриваются эмиссионной документацией специализированного общества.

В силу указанного, законодательство должно обеспечивать возможность специализированного общества осуществлять инвестирование резервных фондов в надежные ценные бумаги с фиксированным доходом, а также устанавливать в эмиссионной документации те случаи, когда резервные фонды подлежат распределению среди владельцев облигаций специализированного общества.

К внешним способам улучшения кредитного качества относятся те механизмы, которые предоставляются со стороны третьих лиц.

⁶⁷ *Александрова Н. В. Указ. Соч. С. 22.*

Страхование рисков неисполнения обязательств по облигациям специализированного общества. Принимая во внимание, что распространённой практикой в сделках секьюритизации прав требований является страхование неисполнения обязательств по облигациям специализированного общества, законодательство должно обеспечивать возможность осуществления подобного страхования⁶⁸.

Предоставление обеспечения в форме гарантии по обязательствам специализированного общества. Аналогично страхованию, в иностранных правовых системах частым явлением является предоставление третьим лицом (гарантом) гарантии по обязательствам специализированного общества по выпущенным облигациям⁶⁹. В этой связи, законодательный механизм должен обеспечивать возможность предоставления третьими лицами гарантии по обязательствам специализированного общества.

⁶⁸ *Canter C., Sandor.* Insurance Derivatives: A New Asset Class for the Capital Markets and a New Hedging Tool for the Insurance Industry // Journal of Applied Corporate Finance. 1997. № 10 (Fall). p. 69-83.

⁶⁹ см. напр., предоставление в 2006 г. гарантии со стороны Международной Финансовой Корпорации в отношении одного из траншей в сделке секьюритизации активов ПАО «Банк ВТБ», URL: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/5a881580487cd0ff9fb3bf84d70e82a9/VTB.pdf?MOD=AJPERES> (дата обращения 20.04.2019).

Глава 2. Содержание правоотношения по структурному финансированию.

§ 1. Понятие и виды активов как объекта структурного финансирования.

Для описания существующей проблематики в российском законодательстве в отношении активов, которые могут быть переданы специализированному обществу для секьюритизации, необходимо дать определение понятия активам как объектам структурного финансирования, а также осуществить описание видов таких активов.

Понятие секьюритизируемых активов необходимо рассмотреть через призму характерных для таких активов признаков и природы.

Как следует из правовой доктрины, разработанной в странах англосаксонской правовой системы, откуда появилась секьюритизация, для того, чтобы тот или иной актив мог быть секьюритизирован, необходимо, чтобы он отвечал трем базовым характеристикам: во-первых, такой актив должен приносить постоянный (регулярный) денежный поток, во-вторых, постоянный (регулярный) денежный поток должен быть получен в течение определенного промежутка времени, и в-третьих, должна быть обеспечена юридическая возможность передачи такого актива специализированному обществу⁷⁰.

Как отмечают исследователи, невозможность передачи прав на секьюритизируемые активы принесло бы существенный вред хозяйственному обороту, т.к. отсутствие обороноспособности активов приводит к невозможности субъектов предпринимательской деятельности привлечь финансирование для ее осуществления⁷¹.

Таким образом, мы можем констатировать, что в странах с более развитыми рынками капитала перечень активов, которые могут быть секьюритизированы является крайне широким.

⁷⁰ *Dov Solomon, Miriam Bitton. Intellectual Property Securitization. Cardozo Arts & Entertainment. Vol. 33:125 p. 167.*

⁷¹ *Dov Solomon & Miriam Bitton. Указ. Соч. p. 128-129.*

В подтверждение указанного тезиса можно привести пример секьюритизации интеллектуальных прав на произведения британского музыкального исполнителя. Так в феврале 1997 г. были секьюритизированы права на получение авторского вознаграждения за 255 музыкальных произведений Дэвида Боуи, сумма сделки составила 55 млн. долл. США, а выпущенные в результате секьюритизации ценные бумаги получили название облигации Боуи⁷².

Несмотря на широкие законодательные возможности для передачи активов специализированному обществу, в странах с развитыми рынками капитала тем не менее, в большей степени развивалась секьюритизация менее специфического, иного вида активов: кредитов и займов, выдаваемых финансовыми организациями, а также дебиторской задолженности, которая возникала в виду включения в договор условия об отсрочке/рассрочки платежа(ей). В первую очередь указанные факторы обусловлены экономическими причинами, поскольку не всякая предпринимательская деятельность предполагает появление у субъекта предпринимательской деятельности такого рода активов, которые генерируют предсказуемые денежные потоки на протяжении продолжительного промежутка времени.

В виду указанного, развитие секьюритизации началось с секьюритизации ипотечных кредитов в Соединенных Штатах Америки⁷³. В последствии, после осознания всех преимуществ и выгод от секьюритизации, американские финансисты начали осуществлять секьюритизацию и иных активов (прав требований): требования по потребительским кредитам, студенческие кредиты (кредиты на образование), автокредиты, требования по кредитным картам, лизинговые сделки, микрофинансовые займы и пр., что спустя какое-то время привело к возможности секьюритизации интеллектуальных прав, а также секьюритизации всего «бизнеса», т.е. всех

⁷² Kerr T. N. Bowie Bonding in the Music Biz: Will Music Royalty Securitization be the Key to the Gold for Music Industry Participants? UCLA Entertainment Law Review. 7(2). 2000. p.367-368.

⁷³ Солдатова О. А. Указ. Соч. С. 140.

денежных потоков получаемых субъектом предпринимательской деятельности⁷⁴.

Применительно к Российской Федерации необходимо отметить, что перечень активов, которые могут быть секьюритизированы является более узким, что обуславливается отличающийся от англосаксонских стран историей становления и развития секьюритизации в России.

Первая сделка секьюритизации появилась в 2006 г. и была осуществлена банком Совфинтрейд (дочерний банк АО «Газпромбанк») в отношении ипотечных кредитов, выданных указанным банком⁷⁵. Появление первых транзакций в 2006 г. было обусловлено принятием Закона об ипотечных ценных бумагах⁷⁶.

После апробации российскими банками секьюритизации ипотечных кредитов, российские банки начали осуществлять секьюритизацию других принадлежащих им активов. Ввиду отсутствия национального регулирования, участники российского банковского рынка осуществляли трансграничные сделки секьюритизации в отношении автокредитов и потребительских кредитов. Позднее, с внесением изменений в Закон о рынке ценных бумаг, часть сделок непотечной секьюритизации в России стала осуществляться через российские специализированные общества⁷⁷.

Таким образом, мы можем прийти к выводу, что под активами в сделках структурного финансирования понимаются такое имущество, принадлежащее оригинатору, которое в состоянии приносить предсказуемое (ожидаемое) количество дохода (денежный поток) в течение длительного промежутка времени и возможность передачи которого специализированному обществу допускается в соответствии с законом.

⁷⁴ Vink D. A primer on whole business securitization. // Fiducie. № 1. 2007. p. 6-13.

⁷⁵ *Потомова С.А.* Факторы, оказывающие влияние на развитие рынка секьюритизации в России. // Финансы и кредит. 2017 – С. 610.

⁷⁶ Федеральный закон от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс]: СПС «Консультант Плюс».

⁷⁷ Например, см. *Калинин С. И., Ушаков О. В., Фильчуков А. А.* Секьюритизация и проектное финансирование в России: новые правовые реалии // Закон. № 5. 2014. С. 96.

Тем не менее, нужно оговориться, что данное нами определение является производным от рассмотренных нами свойств активов, которые являются в первую очередь экономическими. В этой связи важно заметить, что критерии, которым должны соответствовать активы для секьюритизации, являются довольно широкими, что позволяет осуществляться большое количество различных активов, которые имеют различную правовую природу и могут быть отнесены к различным объектам гражданских прав, примерный перечень которых определен действующим законодательством⁷⁸. Именно ввиду указанной причины многие российские авторы полагают, что действующим российским законодательством не определено понятие «секьюритизации», «секьюритизируемых активов», так как их точное определение могло бы значительно сузить применение института секьюритизации и ограничить возможность секьюритизации тех или иных видов активов⁷⁹. Таким образом, полагаем, что отсутствие такого понятие в законодательстве является квалифицированным молчанием законодателя.

Тем не менее, как было отмечено нами выше, с практической точки зрения основными активами подлежащими секьюритизации являются банковские кредиты и дебиторская задолженность, которые по своей правовой природе могут быть отнесены к правам требования⁸⁰.

⁷⁸ статья 128 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁷⁹ Кондрацкая М.В. Правовое обеспечение интересов инвесторов при секьюритизации активов: дисс. ... канд. юрид. наук. – М. 2017. С. 18-20.

⁸⁰ *Schwarcz S. L.* Указ. Соч. Р.

§ 2. Проблемы и риски отчуждения активов originатора в пользу специализированного общества.

После завершения рассмотрения правового механизма сделок структурного финансирования, принципов структурного финансирования мы можем рассмотреть существующие проблемы действующего законодательства Российской Федерации, которые создают те или иные препятствия для реализации сделок секьюритизации в России.

Принимая во внимание, что основными активами, которые наиболее часто подлежат секьюритизации являются права требования, представляется необходимым рассмотреть проблемы действующего правового регулирования применительно к данному виду активов и объекту гражданских прав.

В силу положений Гражданского кодекса РФ передача прав требований от originатора к специализированному обществу должна осуществляться при помощи распорядительной сделки - уступки права требования⁸¹. При этом, как мы отметили выше, активы в любых сделках структурного финансирования должны отвечать критерию возможности юридической передачи такого актива специализированному обществу, а также принципу действительной продажи, который предполагает невозможность оспаривания сделки в процедуре банкротства originатора, невозможность ее переквалификации, а также невозможность ее оспаривания по любым иным основаниям.

В этой связи нужно обратить внимание на те существующие законодательные правила, которые ограничивают уступку прав требования.

1. Отсутствие закрепленного в законодательстве принципа (концепции) «действительной продажи». При написании настоящей работы нами были рассмотрены критерии, которые применяются в иностранной судебной практике для определения того, является та или иная сделка действительной продажей. Используя указанные компаративистские материалы попробуем рассмотреть к каким последствиям может привести

⁸¹ пункт 1 статьи 382 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

отсутствие закрепления указанной концепции в законодательстве Российской Федерации.

Полагаем, что в связи с отсутствием закрепления концепции (принципа) действительной продажи в российском законодательстве для инвесторов в сделках секьюритизации будет возникать риски оспаривания и переквалификации сделок специализированного общества, направленных на приобретение прав требований⁸².

Риск переквалификации в первую очередь будет связан с тем, что гражданское законодательство запрещает совершение притворных сделок, т.е. таких сделок, которые совершаются с целью прикрыть другую сделку⁸³. Принимая во внимание рассмотренные нами договорные связи между участниками правоотношений, полагаем, что российский правоприменитель может посчитать, что купля-продажа (уступка) прав требования прикрывает собой обеспечительный договор.

Для более детального рассмотрения проблемы на необходимо заметить, что после передачи имущества специализированному обществу, оригинатор обычно все равно продолжает обслуживать активы, владельцем которых уже является специализированное общество. Такое обслуживание осуществляется на основании сервисного договора, который возлагает на оригинатора обязанности по приему платежей по денежным требованиям, осуществление принудительного взыскания задолженностей с должников по переданным правам требования и др. Кроме того, как правило положения договора о приобретении прав требований содержит условия, согласно которым оригинатор обязуется осуществлять обратный выкуп прав требований, которое не соответствовало на момент его передачи тем характеристикам, которые установлен в договоре. В этой связи, полагаем, что суд может посчитать, что фактический контроль над правами требования сохраняется за

⁸² Драгунов В. В., Селивановский А. С. Значение судебной практики по цессии для секьюритизации // Корпоративный юрист. № 5. 2008. СПС «КонсультантПлюс».

⁸³ пункт 2 статьи 170 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

оригинатором и признать сделку о передаче активов специализированному обществу недействительной ввиду ее притворности.

Таким образом, во избежание рисков оспаривания сделок по передаче специализированному обществу активов, полагаем, что в российском законодательстве должны быть описаны основные условия для передачи имущества от originатора специализированному обществу.

2. Ограничения на уступку потребительских кредитов. В соответствии с действующей на момент написания настоящей работы редакцией Гражданского кодекса РФ для перехода права требования к другому лицу согласие должника не требуется, если иное не предусмотрено законом или договором⁸⁴. В тоже время не допускается уступка права требования без согласия должника в отношении тех обязательств, в которых личность кредитора имеет существенное значение⁸⁵. Нарушение указанного правила будет приводить к ничтожности совершенной уступки⁸⁶.

В Российской Федерации вопрос о существенности личности кредитора в кредитном договоре, заключенным с заемщиком физическим лицом решался не всегда однозначно. С одной стороны, Президиум ВАС, который утверждал, что потребительский кредит может быть уступлен без согласия заемщика физического лица и такая уступка будет соответствовать закону⁸⁷. С другой стороны, позиция Верховного суда РФ, который отмечал, что уступка не может быть признана законной в том случае, если законом или договором прямо не предусмотрена возможность уступки прав требования по

⁸⁴ пункт 1 статьи 382 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁸⁵ пункт 2 статьи 382 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁸⁶ пункт 2 статьи 382 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁸⁷ Письмо Роспотребнадзора от 23.08.2011 № 01/10790-1-32 «О практике применения судами законодательства о защите прав потребителей при замене лица в договорном обязательстве (по делам с участием территориальных органов Роспотребнадзора)» // «Экономика и жизнь» (Бухгалтерское приложение). № 37. 2011; Письмо Роспотребнадзора от 02.11.2011 № 01/13941-1-32 «Об отдельных аспектах правоприменительной практики по привлечению банков к административной ответственности за нарушение законодательства о защите прав потребителей (в связи с информационным письмом Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 № 146)»; Письмо Роспотребнадзора от 23.07.2012 № 01/8179-12-32 «О постановлении Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 28 июня 2012 года № 17 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей».

потребительскому кредиту без согласия⁸⁸. Роспотребнадзор же, в свою очередь, также склонялся к позиции, что в договорах потребительского кредитования личность кредитора имеет существенное значение⁸⁹.

В конечном итоге, указанный спор был разрешен путем внесения изменений законодательство о потребительском кредитовании⁹⁰. Так, кредитор получил возможность осуществлять уступку прав требований по договору потребительского кредита (займа), но только определенному перечню юридических лиц, среди которых в законе также указано и специализированное финансовое общество⁹¹.

Полагаем, что указанные изменения в законодательстве являются не столь удачными и порождают собой новые трудности для хозяйственного оборота.

Согласно позиции Постановления Пленума Верховного суда РФ уступка права, совершенная в нарушение законодательного запрета, является ничтожной⁹². В случае, если специализированное финансовое общество, которое было упомянуто в норме Закона о потребительском кредите, будет истолковано как специализированное финансовое общество, положения о котором содержатся в Законе о рынке ценных бумаг, это существенно ограничит возможности для участников рынка секьюритизации: так, оригинаторы смогут осуществлять уступки прав требования только российским специализированным обществам, без возможности передачи прав требований таким же иностранным специализированным обществам, что

⁸⁸ Пункт 16 Информационного письма Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 № 146 «Обзор судебной практики по некоторым вопросам, связанным с применением к банкам административной ответственности за нарушение законодательства о защите прав потребителей при заключении кредитных договоров» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁸⁹ Пункт 51 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 28.06.2012 № 17 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁹⁰ пункт 1 статьи 12 Федерального закона от 21.12.2013 N 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁹¹ пункт 1 статьи 12 Федерального закона от 21.12.2013 N 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁹² пункт 9 Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 21.12.2017 N 54 «О некоторых вопросах применения положений главы 24 Гражданского кодекса Российской Федерации о перемене лиц в обязательстве на основании сделки» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

может привести к ограничению доступа российских originаторов на иностранные рынки капитала.

3. *Уведомление об уступке прав требования.* При совершении уступки права требования должник должен быть уведомлен о такой уступке⁹³. Учитывая, что важным для участников сделок по секьюритизации активов является экономия денежных средств, уведомления об уступке прав требования как правило не осуществляется⁹⁴.

Важно, что гражданским законодательством установлено правило, согласно которому в случае неполучения уведомления от кредиторов при уступке прав требования, должник будет считаться надлежащим образом исполнившим обязательство в случае, если осуществит исполнение в пользу первоначального кредитора⁹⁵.

Отсутствие специального правила о возможности осуществления уступки права для сделок секьюритизации в отсутствие уведомления должника приводит к возникновению так называемого риска смешения активов originатора и специализированного общества («*Commingling risk*»)⁹⁶. Это означает, что имеется риск признания имущества, подлежащего передаче специализированному обществу имуществом originатора, которые в конечном итоге не будет получено специализированным обществом в силу тех или иных причин, например, банкротства originатора⁹⁷.

Смоделируем такую ситуацию, в которой, банк, который осуществляет секьюритизацию активов в виде автокредитов, получает денежные средства от клиентов на свой корреспондентский счет по условиям ранее заключенных кредитных договоров. Позднее, банк-originатор осуществляет уступку прав требования специализированному обществу без уведомления должника. По условиями сервисного соглашения, которое было заключено между банком-

⁹³ пункт 1 статьи 385 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁹⁴ Драгунов В. В., Селивановский А.С. Некоторые практические аспекты документации секьюритизируемых активов // Энциклопедия российской секьюритизации. 2008. С. 40.

⁹⁵ Гражданский кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁹⁶ Драгунов В. В., Селивановский А.С. Указ Соч. С. 40.

⁹⁷ Драгунов В. В., Селивановский А.С. Указ Соч. С. 40.

оригинатором и специализированным обществом, банк-оригинатор осуществляет перечисления поступивших от должника денежных средств на банковский счет, открытый специализированному обществу.

В соответствии с действующими положениями законодательства о несостоятельности (банкротстве) указанные денежные средства поступят в конкурсную массу банка-оригинатора в случае его банкротства, поскольку действующими положениями закона о несостоятельности (банкротстве) не предусмотрено исключения для такого вида активов как автокредиты.

При этом, законодателем дифференцирован подход в отношении включения разных активов подлежащих секьюритизации в конкурсную массу банка-оригинатора. Так, закон о несостоятельности (банкротстве) прямо указывает, что в конкурсную массу кредитной организации не включается имущество, составляющее ипотечное покрытие⁹⁸. В соответствии с положениями закона об ипотечных ценных бумагах в ипотечное покрытие обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество в случаях, предусмотренных законом об ипотечных ценных бумагах⁹⁹.

Таким образом, в случае, если бы в смоделированной нами ситуации осуществлялась бы секьюритизация исключительно ипотечных кредитов, риск, описанный нами выше, который характерен для неипотечной секьюритизации активов, отсутствовал бы.

⁹⁸ пункт 2 статьи 189.91 Федерального закона от 26.10.2002 N 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

⁹⁹ пункт 1 статьи 3 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

Полагаем, что действующее законодательство о несостоятельности (банкротстве) не должно содержать дифференциации в отношении включения в конкурсную массу должника того или иного имущества в зависимости от вида секьюритизируемого актива. Законодательство о несостоятельности (банкротстве) должно в равной мере исключать возможность включения в конкурсную массу originатора имущества, причитающегося специализированному обществу. Иное означало бы нарушение такого фундаментального принципа структурного финансирования как обособление активов (имущества) специализированного общества от имущества originатора.

4. Проблема исполнения обязательств по уступке будущих прав требования. В свете освещенного нами вопроса о включении в конкурсную массу необходимо обратить внимание, что аналогичная проблема возникнет и для обязательств по уступке будущих требований.

В соответствии с положением закона о несостоятельности (банкротстве) руководитель временной администрации по управлению кредитной организацией в течение трех месяцев с даты введения внешнего управления вправе отказаться от исполнения договоров и иных сделок должника¹⁰⁰. Такой отказ допускается в случае наличия одновременно двух условий, прямо установленных законодательством: во-первых, сделки не исполнены сторонами полностью или частично, во-вторых, такие сделки препятствуют восстановлению платежеспособности должника или если исполнение таких сделок повлечет за собой убытки для должника по сравнению с аналогичными сделками, заключаемыми при сравнимых обстоятельствах.

Таким образом, сделки, заключенные между специализированным обществом и originатором, могут быть не исполнены со стороны originатора.

¹⁰⁰ статья 102 и статья 189.39 Федерального закона от 26.10.2002 N 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

В случае, когда активами, подлежащими секьюритизации являются краткосрочные права требования как, например, микрозаймы, права требования, вытекающие из иных краткосрочных кредитов, как например, кредитных карт, часто подобные сделки структурируются как купля-продажа (и соответствующая ей уступка) прав требований, которые возникнут в будущем.

Подводя итог можно заключить, что несмотря на то, что гражданским законодательством не так давно была предусмотрена возможность уступки будущих прав требований, фактически заключения подобного рода сделок будет создавать существенные риски для инвесторов, осуществляющих вложения в облигации, выпущенные специализированными обществами.

5. Проблема прекращения обязательств по секьюритизируемым правам требования зачетом. В силу положений гражданского законодательства должник вправе прекратить обязательство зачетом полностью или в части перед новым кредитором в том случае, если такой должник имел встречное однородное право требования по отношению к первоначальному кредитору.¹⁰¹

Указанное положение законодательства базируется на основополагающей идее, что право первоначального кредитора будет переходить к новому кредитору в неизменном виде, в котором оно существовало у первоначального кредитора¹⁰².

Таким образом, в случае, например, начисление неустойки, в т.ч. неустойки, установленной законом, в пользу должника из-за нарушения обязательства по кредитному договору, совершенному оригинатором, может быть зачтено против требований специализированного общества об исполнении обязательств по уступленным правам требования.

Как было отмечено выше, специализированное общество является «сквозной структурой», что предполагает необходимость распределения специализированным обществом всех получаемых выплат по правам

¹⁰¹ статья 412 Гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

¹⁰² Новицкий И. Б., Лунц Л. А. Общее учение об обязательстве. – М. 1950. С. 224.

требования в пользу инвесторов для целей погашения собственных обязательств по выпущенным и размещенным облигациям. В теории, осуществление зачета со стороны должников может привести к невозможности специализированного общества надлежащим образом исполнить собственные обязательства перед инвесторами. Это предполагает необходимость наличия определенного юридического механизма, который бы обеспечивал интересы инвесторов против осуществления таких зачетов.

Принимая во внимание практические аспекты структурирования сделок, а также практику делового оборота, представляется, что внесение изменений в законодательство не является обязательным для устранения рассмотренной проблемы, поскольку возможность компенсации специализированному обществу зачтенных прав требований со стороны originатора, как правило, предусматриваются заключаемыми между ними договорами.

б. Налог на добавленную стоимость (НДС) при уступке прав требования. Как было отмечено нами ранее в настоящей работе, принцип налоговой нейтральности является ключевым в сделках структурного финансирования, поскольку может повлиять на денежные потоки, получаемый специализированным обществом и распределяемый таким обществом инвестором в качестве выплат по облигациям.

В этой связи, важно отметить, что действующим налоговым законодательством Российской Федерации дифференцирован подход в отношении необходимости уплаты НДС при осуществлении уступки прав требований.

В силу положений действующего Налогового кодекса РФ налогом на добавленную стоимость будут облагаться сделки по уступке прав требования, в которых уступаемое право требования вытекает из договора реализации товаров, работ, услуг, предполагающего уплату НДС за такие товары, работы и услуги¹⁰³. При этом, налоговая база по налогу на добавленную стоимость при

¹⁰³ абзац 1 пункта 1 статьи 155 Налогового кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

уступке права требования определяется как превышение суммы дохода, полученной первоначальным кредитором от уступаемого права, над размером денежного требования¹⁰⁴.

Казалось бы, каким образом можно говорить об уплате НДС, когда основными секьюритизируемыми активами являются банковские кредиты и займы, которые налогом на добавленную стоимость не облагаются¹⁰⁵. Ранее мы указали, что активов, которые могут быть секьюритизированы, большое количество и такие активы должны отвечать всего лишь нескольким базовым критериям: такой актив должен быть в состоянии приносить предсказуемое (ожидаемое) количество дохода (денежный поток) в течение длительного промежутка времени и иметь возможность быть юридически переданным специализированному обществу в соответствии с законом. В качестве яркого примера часто секьюритизируемого актива, который не освобожден от НДС, можно привести права требования, вытекающие из договора финансовой аренды (лизинга). Попробуем описать существо проблемы на смоделированной нами секьюритизации прав требования, вытекающих из лизинговых правоотношений.

Принимая во внимание, что правоспособность специализированного финансового общества ограничена законом, специализированное общество не может являться владельцем (собственником) предмета лизинга, ввиду указанного уступлены и секьюритизированы могут быть только лизинговые платежи.

Лизингодатель приобретает у продавца предмет лизинга с включенным в цену такого предмета лизинга налогом на добавленную стоимость. В результате указанного приобретения у лизингодателя возникает право осуществить возмещение указанной объема налога из бюджета Российской Федерации за вычетом тех сумм налога, которые лизингодатель включил в

¹⁰⁴ абзац 1 пункта 1 статьи 155 Налогового кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

¹⁰⁵ подпункт 15 пункта 3 статьи 149 Налогового кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

цену лизинговых платежей для лизингополучателя и начислил. Сумма, которая выплачивается со стороны специализированного общества за права требования, может превышать стоимость приобретаемых прав требований, поскольку, как мы уже говорили, в качестве оригинатором осуществляется выкуп младшего транша. Это означает, что с разницы между этими двумя величинами специализированное общество, приобретающее права требования, должно исчислить и уплатить в бюджет НДС. В то же самое время, существо указанной проблемы заключается в том, что налоговая нейтральность для смоделированной нами ситуации достигается за счет того, что НДС к возмещению по приобретенным ценностям может быть принято к вычету и получено из бюджета оригинатором в связи с несением затрат на покупку предмета лизинга. Таким образом, невозможность осуществления подобного налогового вычета со стороны специализированного общества приводит к дисбалансу в части нарушения принципа обособления активов специализированного общества от имущества оригинатора, что затрагивает в т.ч. и законные интересы инвесторов, для которых денежный поток, получаемый специализированным обществом, сокращается за счет необходимости исчисления и уплаты налога на добавленную стоимость.

В этой связи отметим, что в таких часто используемых российскими участниками рынка структурного финансирования иностранных правопорядках как Люксембург, Ирландия и Нидерланды в большинстве случаев специализированные общества освобождены от уплаты налога на добавленную стоимость в отношении собственных операций¹⁰⁶.

Тем не менее несмотря на то, что по общему правилу заемные правоотношения как экономические операции освобождены от налога на добавленную стоимость, полагаем, что необходимости в освобождении операций специализированных обществ от уплаты налога на добавленную стоимость не требуется, полагаем, что действующим налоговым законодательством

¹⁰⁶ Буров. В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации. //Энциклопедия российской секьюритизации. 2008. С. 258-260.

Российской Федерации должен быть предусмотрен механизм, при помощи которого специализированное общество, а не оригинатор смогут принять сумму налога на добавленную стоимость к вычету, которая была уплачена в связи с приобретением предметов лизинга.

Заключение

Использование структурного финансирования, по мнению автора настоящей работы, может создать для участников рынка секьюритизации множество преимуществ, одним из которых является удешевление финансирования. В настоящей работе было всесторонне исследованы вопросы участников сделок по структурному финансированию, а также особенности правоотношений между такими участникам, на основании, преимущественно, иностранного опыта осуществления сделок секьюритизации четко установлены основополагающие принципы таких сделок. Проведено исследование вопросов правового регулирования структурного финансирования (секьюритизации) в российском праве.

Определены проблемы, связанные с практическим применением российского законодательства в отношении института секьюритизации, а также предложены способы и меры, при помощи которых исследованные в работе недостатки российского законодательства могут быть устранены.

Было установлено, что многие из общепризнанных принципов осуществления структурного финансирования фактически не реализованы в отдельных институтах российского законодательства, что, позволило выделить и предложить следующие решения в отношении выявленных проблем российского законодательства.

В работе была выявлена и рассмотрена проблема признания недействительными сделок по передаче активов от субъекта предпринимательской деятельности, привлекающего структурное финансирование, специализированному обществу, что обусловлено возможной притворностью заключаемых сделок купли-продажи (уступки) прав требований (п. 2 ст. 170 Гражданского кодекса РФ). Автором также была подчеркнута существенность указанной проблемы для имущественного положения участников сделок по структурному финансированию, а также отмечено, что существование нерешенной проблемы может привести к

снижению количества сделок структурного финансирования, реализуемых в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Основываясь на зарубежном опыте, в качестве решения автором настоящей работы было предложено формирование концепции «действительной продажи активов» на уровне правоприменительной практики, что привело бы к невозможности оспаривания сделок по передаче активов специализированному обществу по основанию их притворности, а также по любым иным основаниям недействительности, установленным действующим законодательством.

В работе также отдельно уделено внимание проблеме, связанной с возможностью оспаривания передачи (уступки прав) в отношении потребительских кредитов, передаваемых иностранному специализированному обществу для реализации сделок по структурному финансированию. Отмечено, что проблема может возникнуть в виду нарушения специальных правил, установленных законодательством о потребительском кредитовании для уступки права требования (п. 1 ст. 12 Федерального закона от 21.12.2013 N 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)»). В качестве практических последствий рассмотренной проблемы выделена невозможность реализации трансграничных сделок структурного финансирования, а также привлечение денежных средств на международных рынках капитала за счет секьюритизации потребительских кредитов.

Для решения выявленной проблемы автором предложено внесение изменений в законодательство о потребительском кредитовании, расширяющих перечень субъектов, которым возможно осуществление уступки прав требований по потребительским кредитам без согласия должника.

В исследовании также освещается проблема несовершенства законодательства о несостоятельности (банкротстве) применительно к сделкам неипотечной секьюритизации, которые могут привести к попаданию активов (имущества) специализированного общества в конкурсную массу

субъекта предпринимательской деятельности, привлекающего средства посредством структурного финансирования.

С учетом практического применения сделок секьюритизации преимущественно кредитными организациями, для устранения недостатков предлагается внесение изменений в законодательство о несостоятельности (банкротстве), которые бы унифицировали действующий правовой режим для сделок ипотечной и неипотечной секьюритизации, и, аналогично ипотечному покрытию, исключали бы неипотечное имущество (права требования и денежные средства) специализированного общества из конкурсной массы кредитных организаций-банкротов.

В исследовании также был затронут вопрос возможности зачета против специализированного общества встречных однородных требований должника. По мнению автора, указанный вопрос не требует внесения изменений в законодательство, поскольку может быть решен самим участниками сделок структурного финансирования путем внесения положения о возмещении зачтенных сумм в договор купли-продажи (уступки) секьюритизируемых прав требований.

Проведенный анализ показал, что несмотря на многократное совершенствование применимого к структурному финансированию законодательства, которое было осуществлено в последние годы, рассмотренные в настоящей работе проблемы создают риски для участников сделок структурного финансирования и могут отразиться на имущественном положении таких участников, а равно создают значительные юридические ограничения для практической реализации сделок в Российской Федерации.

Полагаем, что исследованные в настоящей работе проблемные вопросы сделок структурного финансирования (секьюритизации активов) могут быть положены в основу дальнейших научно-практических исследований в данной сфере, а также использованы законодателями и правоприменителями для практической имплементации.

Список литературы

1. Нормативно-правовые акты

- 1) Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.
- 2) Гражданский кодекс (часть вторая) от 26.01.1996 № 15-ФЗ // СЗ РФ. 1996. № 5. Ст. 410.
- 3) Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности» // СЗ РФ. 1996. № 6. Ст. 492.
- 4) Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» // СЗ РФ. 1996. № 1. Ст. 1.
- 5) Федеральный закон от 12.01.1996 № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях» // СЗ РФ. 1996. № 3. Ст. 145.
- 6) Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.
- 7) Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» // СЗ РФ. 1998. № 7. Ст. 785.
- 8) Федеральный закон от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» // СЗ РФ. 1998. № 29. Ст. 3400.
- 9) Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1999. № 10. Ст. 1163.
- 10) Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» // СЗ РФ. 2002. № 43. Ст. 4190.
- 11) Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» // СЗ РФ. 2003. № 46 (ч. 2). Ст. 4448.
- 12) Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 2013. № 51. Ст. 6699.
- 13) Федеральный закон от 21.12.2013 № 363-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании

утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона «О потребительском кредите (займе)» // СЗ РФ. 2013. № 51. Ст. 6683.

14) Федеральный закон от 21.12.2013 № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» // СЗ РФ. 2013. № 51. Ст. 6673.

15) Федеральный закон от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» // СЗ РФ. 2015. № 29 (часть I). Ст. 4348.

16) Федеральный закон от 30.12.2015 № 461-ФЗ «О внесении изменений в статью 17 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» // СЗ РФ. 2016. № 1 (часть I). Ст. 81.

17) Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утв. Банком России от 11.08.2014 № 428-П // Вестник Банка России. 2014. № 89-90.

18) Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска, утв. Банком России 03.12.2015 № 511-П // Вестник Банка России. 2015. № 122.

2. Материалы судебной практики

19) Постановление Пленума ВАС РФ от 23.12.2010 г. № 63 «О некоторых вопросах, связанных с применением главы III.1 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» // Вестник ВАС РФ. 2011. № 3.

20) Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 28.06.2012 № 17 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей» // Бюллетень Верховного Суда РФ. 2012. № 9.

21) Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» // Бюллетень Верховного Суда РФ. 2015. № 8.

22) Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 № 146 «Обзор судебной практики по некоторым вопросам, связанным с применением к банкам административной ответственности за нарушение законодательства о защите прав потребителей при заключении кредитных договоров» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

23) Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 21.12.2017 N 54 «О некоторых вопросах применения положений главы 24 Гражданского кодекса Российской Федерации о перемене лиц в обязательстве на основании сделки» [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

24) Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 6 июня 2016 г. N 09АП-14800/2016 [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

25) Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 26.01.2018 N 09АП-59569/2017 по делу N А40-17434/16 [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

26) Постановление ФАС Северо-Западного округа от 20.09.2010 по делу N А56-78678/2009 [Электронный ресурс] : СПС «КонсультантПлюс».

3. Монографии, учебники, учебные пособия, сборники научных трудов, диссертации, авторефераты диссертаций на русском языке

27) Агарков М. М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. М., 1994.

28) Алексеев С. С. Проблемы теории права: Основные вопросы общей теории социалистического права. Курс лекций в 2-х томах. Том 1. Свердловск: Из-во Свердл. юрид. ин-та. 1972.

29) Алексеев С. С. Механизм правового регулирования в социалистическом государстве. Изд-во «Юридическая литература». М. 1966.

30) Антипова О. М. Правовое регулирование инвестиционной деятельности (анализ теоретических и практических проблем). М.: Волтерс Клувер. 2007.

31) Афанасьева Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. – Иркутск. 2008.

32) Афанасьева Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики: дисс. ... канд. юрид. наук. – Иркутск. 2008.

33) Белов В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве: Учебное пособие по специальному курсу. Изд.-е 2-е, перераб. и доп. В 2-х т. Т. I. – М.: «Центр ЮрИнфоР». 2007.

34) Белоусов А. Л. Становление и развитие правовой базы в сфере ипотечного жилищного кредитования // "Право и бизнес: Сборник статей I ежегодной международной научно-практической конференции, приуроченной к 80-летию со дня рождения профессора В.С. Мартемьянова" / под ред. И. В. Ершовой. "Юрист". 2012.

35) Беркалиева М. Е., Ерошенков С. Г., Кузьминов А. Н., Янтурин Р. С. Развитие секьюритизации ипотечных активов в России. – М.: МАКС Пресс. 2006.

36) Брагинский М. И., Витрянский В. В. Договорное право. Книга первая. Общая часть. 3-е изд. стереотип. – М.: Статут. 2001.

37) Братусь С. Н. Субъекты гражданского права. Госюриздат. 1950.

38) Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Брейли Р., Майерс С.; пер. с англ. [Н. Барышникова]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014.

39) Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков /Х. П. Бэр; пер. с нем. [Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов]. – М.: Волтерс Клувер, 2007.

40) Горлина Е. Ю. Моделирование секьюритизации банковских активов в Российской Федерации: дисс. ... канд. экономич. наук – Москва. 2013.

- 41) Гортинская Е. И. Правовой статус специальных юридических лиц в сделках секьюритизации активов: дисс. ... канд. юрид. наук. – М. 2010.
- 42) Дэвидсон Э., Сандерс Э., Волльф Л.-Л., Чинг А. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Эндрю Дэвидсон [и др.]; пер. [с англ. яз.] О.В. Смородинова при участии В. Качуро. – М.: Вершина. 2007.
- 43) Киселева М. С. Секьюритизация факторинговых активов: автореф. дисс. ... канд. экономич. наук – М. 2012.
- 44) Кондрацкая М.В. Правовое обеспечение интересов инвесторов при секьюритизации активов: дисс. ... канд. юрид. наук. – М. 2017.
- 45) Красавчиков О. А. Юридические факты в советском гражданском праве – М.: Государственное издательство юридической литературы. 1958.
- 46) Лакхбир Хейр Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами/ под ред. Лакхбира Хейра; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс. 2007.
- 47) Мальцев С. В. Секьюритизация активов на основе паевых инвестиционных фондов // дисс. ... канд. экономич. наук – Спб. 2010.
- 48) Новицкий И. Б., Лунц Л. А. Общее учение об обязательстве. – М. 1950.
- 49) Овчинников С. В. Правовое регулирование ипотечных отношений в РФ и США: автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. – М. 2008.
- 50) Солдатова О. А. Факторинг и секьюритизация финансовых активов / Солдатова А.О. – М.: Высшая школа экономики, 2013.
- 51) Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, Поль Али; пер. с англ. – М.: Волтерс Клувер. 2008.
- 52) Фабоцци Ф. Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. / Фрэнк Дж. Фабоцци; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс. 2007.
- 53) Шаповал А. В. Секьюритизация активов как альтернативный метод привлечения финансирования: дисс. ... канд. экономич. наук. – Саратов. 2012.
- 54) Шевченко Г. Н. Эмиссия ценных бумаг: понятие, эмиссия, обращение – М.: Статут. 2006.

55) Юлдашбаева Л. Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций) – М.: Статут. 1999.

4. Научные статьи, тезисы докладов на русском языке

56) Авдокушин Е. Ф., Малова Е. Ф. Секьюритизация как инструмент финансовики // Вопросы новой экономики. 2007. № 2.

57) Александрова Н. В. Понятие и виды секьюритизации активов // Финансы и кредит. 2007. № 5.

58) Анисимов А. Особенности секьюритизации активов на развивающихся рынках // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22.

59) Буров. В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации. //Энциклопедия российской секьюритизации. 2008.

60) Белицкая А. В. Понятие и правовые основы проектного финансирования // Юрист. 2015. № 11.

61) Белов В. А. Содержание и действие договора уступки требования // Законодательство. 2001. № 2.

62) Белов В. А. Договорный запрет уступки требования // Правоведение. 2014. № 2.

63) Белозеров С. А., Лупырь А. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий // Финансы и кредит. 2010. № 29.

64) Бушев А. Ю. Секьюритизация как правовой институт по управлению рисками, возникающими у участников отношений по обороту прав требования на рынке ценных бумаг // Гражданское право. 2014. № 3.

65) Денисов М.А. Подходы к определению секьюритизации активов // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. 2015. № 11(2).

66) Габов А. В. Некоторые проблемные вопросы уступки права // Хозяйство и право. 1999. № 4.

67) Габов А. В. О проблеме определения момента возникновения акций как объектов гражданских прав // Журнал российского права. 2009. № 3.

- 68) Гамзин Ю., Зорин А. Ипотечные бумаги: затянувшееся ожидание // Рынок ценных бумаг. 2005. №. 23-24.
- 69) Драгунов В. В., Селивановский А. С. Значение судебной практики по цессии для секьюритизации // Корпоративный юрист. 2008. № 5.
- 70) Драгунов В. В., Селивановский А. С. Договорная база секьюритизации // Закон. 2008. № 12.
- 71) Драгунов В. В., Селивановский А.С. Некоторые практические аспекты документации секьюритизируемых активов // Энциклопедия российской секьюритизации. 2008.
- 72) Золотарёва С.Г. Современный взгляд на понятие структурного финансирования // Вестник КГУ им. Н.А. Некрасова. 2006. № 6.
- 73) Калинин С. И., Ушаков О. В., Фильчуков А. А. Секьюритизация и проектное финансирование в России: новые правовые реалии // Закон. 2014. № 5.
- 74) Калинин С. И., Ушаков О. В., Фильчуков А. А. Ипотечный агент как участник секьюритизационной сделки // Энциклопедия российской секьюритизации. 2013.
- 75) Козлова Н.В. Гражданско-правовой статус органов юридического лица // Хозяйство и право. 2004. № 8.
- 76) Кондрацкая М. В. Краткий обзор основных видов секьюритизации // Право и экономика. 2016. № 5.
- 77) Кондрацкая М. В. Правовой статус инвестора при секьюритизации активов // Законодательство. 2016. № 12.
- 78) Корнеева С. К понятию «инвестиции» // Хозяйство и право. 2008. № 12.
- 79) Котлов А. Формирование российского рынка ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22.
- 80) Крашенинников Е. А. Допустимость уступки требования // Хозяйство и право. 2000. № 8.

- 81) Понька В. Ф. Правовые механизмы секьюритизации ипотечных кредитов // Адвокат. 2010. № 5.
- 82) Рачкевич А. Ю., Алексеева И. А. Секьюритизация: характерные признаки и определения // Деньги и кредит. 2008. № 8.
- 83) Селивановский А. С. Конструируем SPV // Рынок ценных бумаг. 2005. № 13.
- 84) Селивановский А. С. На пути к SPV // Рынок ценных бумаг. 2007. № 11.
- 85) Селивановский А. С. Кредитные рейтинговые агентства: допуск на рынок // Хозяйство и право. 2016. № 2.
- 86) Солдатова А. О. О рисках при секьюритизации // Управление в страховой компании. 2008. № 1.
- 87) Степаненко Е. К. Особенности уступки требования по кредитному договору // Хозяйство и право. 2002. № 11.
- 88) Улюкаев С. С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов как отличать, понимать и трактовать? // Электронная публикация журнала «Экономическая политика». 2010. № 1-эл. URL: http://www.ecpolicy.ru/pdf/online/EPonline_1-2010_ulukaev1.pdf.
- 89) Ушаков О. В., Барышев М. А., Кондрацкая М. В. К вопросу об организационно-правовой форме ипотечных агентов и их участников (акционеров) // Рынок ценных бумаг. 2015. № 6.
- 90) Ушаков О. В., Гоглачев В. С. Банкротство originатора в сделках секьюритизации // Энциклопедия российской секьюритизации. 2016.
- 91) Ушаков О., Кабанов Д. Сделки секьюритизации. Новые подходы к оценке рисков по облигациям // Финансовая газета. 2016. № 6.
- 92) Ушаков О. В., Кондрацкая М. В., Кабанов Д. П. Проблемы в правовом регулировании ипотечных сертификатов участия // Банковское обозрение. Приложение «БанкНадзор». 2016. № 1.

93) Ушаков О. В., Кондрацкая М. В. Программа жилищных облигаций с ипотечным покрытием: преимущества и риски // Энциклопедия российской секьюритизации. 2017.

5. Источники на английском языке

94) Ayotte K. and Gaon S. Asset-backed securities: costs and benefits of bankruptcy remoteness // Texas finance festival. 2005. URL: <https://ssrn.com/abstract=813847>.

95) Ashcraft A. B., Schuermann T. Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit // Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 318. March 2008. P. 8. URL: <http://ssrn.com/abstract=1071189>.

96) Canter C., Sandor. Insurance Derivatives: A New Asset Class for the Capital Markets and a New Hedging Tool for the Insurance Industry // Journal of Applied Corporate Finance. 1997. № 10 (Fall).

97) Dov Solomon, Miriam Bitton. Intellectual Property Securitization. Cardozo Arts & Entertainment. Vol. 33:125.

98) Fabbozzi F.J. Moorad Choudhry Introduction to Structured finance / F.J. Fabbozzi, H.A. Davis, 2006.

99) Fabozzi F. J. and Kothari V. Securitization: the tool of financial transformation // Yale ICF working paper No. 07-07. URL: <https://ssrn.com/abstract=997079>.

100) Frost C. W. Asset securitization and corporate risk allocation // 72 Tul. L. Rev. 101 (1997). P. 120.

101) Gorton G. B., Metrick A. Securitization // Prepared for for the Handbook of the Economics of Finance, edited by George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz. November 17, 2011. URL: <http://ssrn.com/abstract=1909887>.

102) Gorton G. B. and Souleles N. S. Special purpose vehicles and securitization // FRB Philadelphia Working Paper. September 1, 2005. №. 05-21. URL: <https://ssrn.com/abstract=713782>.

103) Gorton G. B. and Souleles N. S. Special Purpose Vehicles and Securitization // NBER Working Paper No. w11190. 2005.

104) Heather Hughes. Property and the True-Sale Doctrine. University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 19.4, p. 901.

105) Hellwig M. F. Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime mortgage financial crisis // MPI Collective Goods Preprint. November, 2008. No. 2008/43. URL: <https://ssrn.com/abstract=1309442>.

106) Hill C. A. Securitization: A low-cost sweetener for lemons // Washington university law quarterly. 1996. Vol. 74. No. 4.

107) Hill C. A. Whole business securitization in emerging markets // Duke journal of comparative and international law. 2002. Vol. 12. No. 2.

108) Kenneth N. Klee, Brendt C. Butler. Asset-backed securitization, special purpose vehicles and other securitization issues. U.C.C. Law Journal. № 23 (35). 2002.

109) Kerr T. N. Bowie Bonding in the Music Biz: Will Music Royalty Securitization be the Key to the Gold for Music Industry Participants? UCLA Entertainment Law Review. 2000. № 7(2).

110) Kothari V. Securitization Vehicles: Is Unconsolidated Status Easier Under IFRS 10 and IFRS 12? [Electronic resource]: URL: <https://ssrn.com/abstract=2374806>.

111) Levitin A. J., Twomey L. Mortgage Servicing // Yale Journal on Regulation. Vol. 28.1. 2011. P.15. URL: <http://ssrn.com/abstract=1324023>.

112) Lucas D. J. and Goodman L. S. and Fabozzi F. J. Collateralized debt obligations and credit risk transfer // Yale ICF Working Paper. 2007. No. 07-06. URL: <https://ssrn.com/abstract=997276>.

113) Mary J. Shariff. Legal Strategies: How Corporations Use Law to Improve Performance / Mary J. Shariff - Springer-Verlag Berlin Heidelberg. 2009

114) Moreno Andrade S. Secured transactions in securitisations: the asset backed, whole business and synthetic structures - a comparative study between the UK and Colombia // May 28, 2007. URL: <https://ssrn.com/abstract=1334253>.

115) Schwarcz S. L. The alchemy of asset securitization // Stanford journal of law, business, and finance. Vol. 1. 1994.

116) Schwarcz S. L. Commercial trusts as business organizations: unraveling the mystery // Duke law school, public law research paper. 2003. No. 32. URL: <https://ssrn.com/abstract=319802>.

117) Schwarcz S. L. The universal language of international securitization // Duke journal of comparative & international law. Vol. 12. 2002. URL: <https://ssrn.com/abstract=290010>.

118) Tavakoli Janet M. Structured finance and collateralized debt obligation: new developments in cash and synthetic securitization – 2nd ed. John Wiley & Sons. 2008

119) Vink D. A primer on whole business securitization. // Fiducie. 2007. № 1.

6. Иные источники

120) Гражданский кодекс Королевства Нидерландов (См: неофициальный перевод Гражданского кодекса Королевства Нидерландов на английский язык // <http://www.dutchcivillaw.com/civilcodebook022.htm>).

121) Проект Федерального закона «О секьюритизации» [Электронный ресурс]: Ассоциации региональных банков России: [сайт]. – Режим доступа: https://asros.ru/public/elfinder/files/pages/docs/Proekt_Ass_o_sec.pdf.

122) Securitization in Russia: ways to expand markets and reduce borrowing costs / World Bank. 2005

123) Дело Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp. [Электронный ресурс] : Режим доступа: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/602/538/252513/>.

124) Дело Fireman's Fund Ins. Co. v. Grover, 813 F.2d 266 (9th Cir. 1987) [Электронный ресурс]: Режим доступа: <https://openjurist.org/813/f2d/266/woodson-company-firemans-fund-insurance-companies-v-b-grove>.