

Санкт-Петербургский государственный университет
направление «Юриспруденция»

ЮРЧИК Валентин Вадимович

**Выпускная квалификационная работа
Секьюритизация инфраструктурных проектов**

Уровень образования

Направление 40.04.01 «Юриспруденция»

Основная образовательная программа

ВМ.5530 «Предпринимательское право»

Профиль Проблемы предпринимательского права

Научный руководитель:

Доцент, кафедра коммерческого права,

кандидат юридических наук

Бушев Андрей Юрьевич

Рецензент:

начальник ОАО «Третий парк»

Костикова Анжела Валерьевна

Санкт-Петербург

2019 год

План.

Введение.....	3
Глава 1. Понятие и основные виды секьюритизации.....	8
§ 1.1. Понятие секьюритизации в экономике и праве.....	9
§ 1.2. Основные виды секьюритизации.....	15
§ 1.3. Секьюритизация как инструмент финансирования инфраструктурных проектов.....	22
Глава 2. Специализированное общество как ключевой элемент секьюритизации инфраструктурных проектов.....	34
§ 2.1. Общая характеристика правового регулирования специализированных обществ, применяемых для секьюритизации неипотечных активов.....	34
§ 2.2. Сравнительный анализ правового статуса специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования.....	39
§ 2.3. Правовые институты, направленные на снижение риска банкротства специализированных обществ.....	46
Заключение.....	51
Список использованной литературы.....	55

Введение

Актуальность выбранной темы обусловлена тем, что после того как мировая экономика частично восстановилась после пошатнувшего ее мирового экономического кризиса 2008 года, мировое сообщество пришло к выводу о необходимости переосмысления института секьюритизации, которая, в свою очередь, являлась одним из самых распространенных в банковской системе инструментов финансирования (а также хеджирования финансовых рисков) с конца 80-х гг. XX в. Осознание необходимости такого переосмысления после событий 2008 г. было вызвано во многом распространенной позицией о наличии взаимосвязи между мировым финансовым кризисом и использованием инструментов секьюритизации¹, в частности, неконтролируемого применения collateralized debt obligations (CDO), в результате которого образовался так называемый «мыльный пузырь» из необеспеченных ипотечных активов.

Однако названные события призвали мировое сообщество не отказаться от использования такого универсального средства финансирования как секьюритизации, а инициировать процесс усовершенствования правового регулирования данного инструмента.

Эта тенденция была воспринята и в России, при этом в нашей стране как тогда, так и сейчас данный институт не развит на законодательном уровне в достаточной мере. Так, до 1 июля 2014 г. в Российской Федерации регулятивно предусматривалась секьюритизация исключительно тех требований, которые обеспечены ипотекой. Такая секьюритизация регулировалась положениями Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»² (далее – «**Закон об ИЦБ**»). Однако принятые в 2013 г. комплексные поправки в законодательные акты РФ обеспечили возможность структурирования неипотечной секьюритизации по российскому праву. Ниже представлены некоторые из нововведений предложенных Федеральным

¹ What role did securitization play in the U.S. subprime mortgage crisis? [Электронный ресурс] // URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041515/what-role-did-securitization-play-us-subprime-mortgage-crisis.asp> (дата обращения : 30.02.2019).

² Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон от 11 нояб. 2003 г. № 152-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. 2003. № 46 (ч. 2). Ст. 4448. СПС ант Плюс.

законом от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»³ (далее – **«Закон о секьюритизации»**⁴):

- законодательно закреплены особенности создания, реорганизации, ликвидации и правового положения специализированных обществ, применяемых в неипотечной секьюритизации: специализированного финансового общества (далее – **«СФО»**) и специализированного общества проектного финансирования (далее – **«СОПФ»**);
- усовершенствованы положения касательно защиты прав владельцев облигаций, обеспеченных залогом денежных требований (в том числе по тем, которые возникнут в будущем);
- предусмотрены особенности процедуры банкротства специализированных обществ и др.

Иные, принимаемые в последнее время нормативные акты, также свидетельствуют о перспективности применения данного института, в частности, для целей проектного финансирования. Так, Федеральный закон от 31 декабря 2017 г. № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»⁵ (далее – **«Закон о синдицированном кредите»**) открывает дополнительные возможности использования секьюритизации для привлечения финансирования через использование в проектах синдицированного кредитования, на основе поступлений по которому, среди прочего, возможно выделение пула активов для секьюритизации.

Кроме того, по мнению автора настоящей работы, актуальность выбранной темы обусловлена действующими и все более усиливающимися экономическими санкциями в отношении российских компаний, в том числе в

³ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 21 дек. 2013 г. № 379-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. 2013. № 51. Ст. 6699. СПС «КонсультантПлюс».

⁴ Сулов Р.Э. Неипотечная секьюритизация в России: есть ли будущее? [Электронный ресурс] // Банковское обозрение. 2015. №1/ 1 полугодие. СПС «КонсультантПлюс».

⁵ О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 31 дек. 2017 г. № 486-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. 2018. № 1 (ч.1). Ст. 70. СПС «КонсультантПлюс».

отношении кредитных организаций. Так, при невозможности зарубежных инвесторов ввиду санкций заключать сделки с российскими банками, проведение секьюритизации по фактической купле-продаже через создание проектной компании (*special purpose vehicle*) в иностранной юрисдикции может позволить избежать привлечения инвесторов к ответственности за нарушение санкционного режима.

Другой не менее важной чертой настоящей работы является и то, что фокус исследования сосредоточен именно на применении института секьюритизации в инфраструктурных проектах как способа привлечения финансирования. Как будет указано далее в настоящей работе, развитие инфраструктуры является сегодня одним из ключевых элементов внутренней политики нашего государства, так как именно всестороннее развитие инфраструктуры в социальной, транспортной, промышленной и иных сферах является залогом успешного прироста экономики. При этом именно недостаток финансирования является одним из наиболее проблемных вопросов для успешного развития инфраструктуры. Представляется, что для исправления этого недостатка необходимо изобретение инновационных подходов финансирования, в том числе применение новых или модифицированных финансовых механизмов (включая создание и (или) совершенствование их правового регулирования).

Именно секьюритизация, применяемая в рамках финансирования соответствующих проектов, по нашему мнению, может стать одним из действенных инструментов для достижения указанной цели по развитию инфраструктуры.

Принимая во внимание постепенное развитие законодательной базы секьюритизации, равно как и нарастание интереса к ней потенциальных инвесторов и кредитных организаций, все названное потребует наличия достаточной правовой определенности в понятийном аппарате, а также комплексного правового регулирования соответствующих институтов,

позволяющего осуществлять выбор наиболее подходящих для участников рынка моделей при структурировании инвестиционных проектов.

Учитывая названные обстоятельства, выбранная для исследования тема – актуальна, так как, с одной стороны, в рамках изучения проблемы секьюритизации, как таковой, преследует следующие цели:

1) Рассмотреть основные, представленные в экономической и юридической науке, подходы к понятию секьюритизации.

2) Выявить, какое из предлагаемых в литературе определений секьюритизации наиболее системно отражает признаки, содержание и цели применения секьюритизации, а также предложить определение, учитывающее в должной мере особенности секьюритизации инфраструктурных проектов.

3) Раскрыть основные виды секьюритизации и критерии их разграничения.

С другой стороны, в рамках настоящей работы автором поставлена цель по изучению существующих и предложению новых подходов в вопросе правового регулирования применения секьюритизации для финансирования инфраструктурных проектов, а именно:

1) Рассмотреть существующие в науке позиции, а также предложить собственный подход к определению понятия инфраструктурных проектов.

2) Определить юридические предпосылки применения секьюритизации в инфраструктурных проектах.

3) Отразить особенности существующего правового регулирования ключевого элемента секьюритизации – специализированного общества (далее – «SPV», «специализированное общество»), а также высказать предложения по совершенствованию соответствующего регулирования.

Объектом исследования являются общественные отношения, складывающиеся в процессе осуществления секьюритизации прав требования, возникающих в результате реализации инфраструктурных проектов.

Предмет исследования составляют отечественные и зарубежные доктринальные источники, нормы гражданского законодательства Российской

Федерации, законодательства о рынке ценных бумаг и законодательства о государственно-частном партнерстве, а также диссертационные исследования ученых, занимающихся вопросами секьюритизации и проектного финансирования.

Методологической основой изучения являются общенаучные методы познания – анализ, синтез, исторический метод, а также специальные методы исследования – формально-юридический, сравнительно-правовой методы.

Научно-теоретическую базу исследования составляют труды отечественных и зарубежных ученых и авторов.

При написании настоящего диссертационного исследования были изучены труды следующих ученых: Х. П. Бэра, Ж. Ж. де Вриз Роббе, Поля Али, С. Л. Шварца, Н. В. Александровой, А. Ю. Бушева, А. В. Белицкой, С. А. Белозерова, А. А. Лупырь, А. Ю. Рачкевич, И. А. Алексеевой, Ю. Е. Туктарова, Е. Ю. Горлиной, М. В. Кондрацкой, Т. И. Афанасьевой, А. А. Владыкина и др.

Глава 1. Понятие и основные виды секьюритизации

С начала 80-х гг. XX в. на международных рынках капитала имели место существенные изменения, которые, в том числе характеризовались замещением классического банковского кредитования финансированием, основанным на эмиссии ценных бумаг. В первую очередь крупные потенциальные заемщики, решая задачу рефинансирования существующих обязательств и удовлетворения вновь образующихся потребностей в финансировании существующих обязательств, начали напрямую обращаться к потенциальным инвесторам, которые были готовы осуществлять кредитование без рыночных посредников в виде банков. Путем выпуска ценных бумаг кредитоспособные транзакционные компании, имеющие безупречную кредитную историю привлекали финансирование непосредственно на рынке капиталов. Таким образом, изменение рамочных условий деятельности способствовало возникновению секьюритизации⁶. Кредитные организации, действующие в качестве классических посредников на рынках денежного предложения и спроса, перестали выступать кредиторами и нести соответствующие риски, а трансформировались в некое промежуточное звено в прямых отношениях «должник-кредитор», складывающихся на рынке обращаемых долговых обязательств. Такая тенденция, предполагающая утрату банковским сектором роли главного финансового посредника повсеместно обозначается термином «дезинтермедиация».

Как следствие, указанное смещение рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на обезличенном денежном рынке и рынке капиталов посредством эмиссии ценных бумаг было названо термином «секьюритизация» (секьюритизация в широком смысле)⁷.

⁶ Бэр Х. П. Секьюритизации активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бэр: пер. с нем. [Ю.М. Алексеев, О.М. Иванов]. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 22.

⁷ Бэр Х. П. Там же.

При этом необходимо отметить, что несмотря на указание многих авторов на 70-ые гг. XX в.⁸ как на время зарождения секьюритизации, согласно мнению иных авторов развитие данного инструмента имело уже место в 70-ые годы XIX в. и выражалось в небанковских формах ипотечного кредитования⁹.

При этом для целей настоящей работы автор оперирует понятием секьюритизации в узком смысле, представляющей собой подвид группы видов финансирования, в основе которых лежат выделенные балансовые активы. Так, изначальной и основной идеей секьюритизации в узком смысле являлось списание активов с баланса юридического лица или иного субъекта экономических отношений (создание обособленного имущественного комплекса) и рефинансирование последних через эмиссию ценных бумаг (использование указанного имущественного комплекса в качестве обеспечения по ценным бумагам) на международном денежном рынке и рынке капиталов¹⁰.

§ 1.1. Понятие секьюритизации в экономике и праве

В рамках изучения подходов к понятию секьюритизации в российской экономической науке следует отметить следующее.

А. Ю. Рачкевич, И. А. Алексеева рассматривают три возможных определения секьюритизации и указывают, что наиболее распространенным представляется подход, согласно которому секьюритизация – это некая совокупность последовательных действий¹¹. В рамках указанного подхода авторы отмечают три группы определений, встречающихся в литературе и отличных друга по критерию связанности секьюритизации с тем или иным процессом. В первом случае имеет место ассоциирование секьюритизации со сделкой по продаже собственником части активов третьему лицу (М. Бабичев, О. Трохова). В рамках второй группы предлагается отождествление

⁸ См.: Ruchard W. Gorrveit. Insurance securitization: the development of a new asset class // Casualty Actuarial Society "Securitization risk". Discussion Paper Program. 1999 (без указания страниц); Lindner P. and Blankenheim J. Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead // IMF Working Paper WP/13/255. 2013. P.8.

⁹ Полонецкая Е. В. Развитие института секьюритизации // Корпоративное право: актуальные проблемы: сб.ст. М., 2015. С. 123.

¹⁰ Бэр Х. П. Указ. соч. С. 27.

¹¹ Рачкевич А. Ю., Алексеева И. А. Секьюритизация: характерные признаки и определения // Деньги и кредит. 2008. № 8. С. 22.

секьюритизации с выпуском ценных бумаг, имеющих определенные активы в качестве обеспечения (Л. Гаврилова, Л. Стебнев, В. Селюков). В третьей группе определений секьюритизация представляется как совокупность процессов, таких как продажа активов, эмиссия ценных бумаг, создание SPV, производство выплат инвесторам из этих средств и т.д. (Н. Александрова и др.).

Иной имеющийся в литературе подход сводится к тому, что под секьюритизацией понимается именно преобразование каких-либо активов в ценные бумаги (И. Бланк, П. С. Роуз и др.).

И наконец, ученые также трактуют содержание рассматриваемого понятия через имеющиеся цели отдельных субъектов, участвующих в секьюритизации. Например, по мнению Туктарова Ю. Е., «секьюритизация – это вид рефинансирования, особенность которого состоит в том, что при его осуществлении расчет делается на ресурсы фондового рынка»¹².

Учитывая наличие множества форм структурирования секьюритизации, а также отсутствие единообразия взглядов на природу секьюритизации, представляется необходимым определить основные признаки данного института.

Так, А. Ю. Рачкевич, И. А. Алексеева выделяют следующие характерные черты секьюритизации:

- выпуск ценных бумаг;
- выплаты по выпускаемым в ходе секьюритизации ценным бумагам осуществляются из средств, поступающих от специально определенных активов (денежных требований или ценных бумаг, удостоверяющих их);
- наличие связи между выпускаемыми ценными бумагами и активами, используемыми для их обслуживания.

При этом, рассматривая вопрос, какая из представленных позиций наиболее точно отражает экономическую сущность секьюритизации, необходимо отметить следующее.

¹² Туктаров Ю. Е. Основные идеи ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2004. № 5. С. 65.

Среди вариаций первого подхода наиболее выдержанной представляется позиция, согласно которой секьюритизация рассматривается как некая процедура привлечения активов с целью выпуска и обслуживания ценных бумаг, так как данная модель содержит в себе три названных выше признака секьюритизации. Отрицательной чертой данного подхода, в свою очередь, является презюмирование рядом авторов ¹³ необходимости наличия специализированного общества, тогда как на практике встречается такое структурирование секьюритизации, когда собственник активов и выступает в роли эмитента.

В рамках второго подхода сомнительным представляется вывод о том, что при секьюритизации актив трансформируется в ценные бумаги, тогда как, в действительности, он используется в качестве средства обеспечения, либо в качестве базового риска для хеджирования, либо передается в доверительное управление.

С третьим подходом к определению секьюритизации также достаточно трудно согласиться, так как он не содержит в себе существенных признаков секьюритизации, хотя в нём и используется такая категория как цель использования данного механизма.

Е. Ю. Горлина, свою очередь, выделяет две большие группы определений секьюритизации:

- определения, которые характеризуют секьюритизацию как способ «превращения» не обращааемых активов в обращааемые посредством рынка капиталов;
- определения, описывающие поэтапный механизм процесса секьюритизации¹⁴.

Необходимо отметить и позицию некоторых иностранных специалистов. Так, Г. Б. Гортон и Э. Мэтрик указывают, что секьюритизация представляет собой процесс, в рамках которого кредиты (имеются ввиду права требования по

¹³ Александрова Н. В. Понятие и виды секьюритизации активов // Финансы и кредит. 2007. № 5. С. 27.

¹⁴ Горлина Е. Ю. Моделирование секьюритизации банковских активов в Российской Федерации: дисс. ... канд. экономич. наук / М., 2013. С. 16-17.

кредитным договорам), до этого удерживаемые до момента погашения на балансе финансового посредника, обращаются на рынках капитала¹⁵. При этом С. Л. Шварц полагает, что в основе секьюритизации лежит цель по привлечению недорогогостоящего финансирования с рынков капитала путем отделения всех или части прав требований originатора от связанных последним рисков¹⁶. Указанные определения также не отражают в полной мере особенности рассматриваемого института, акцентируя внимание на отдельных его элементах.

Автор настоящей работы согласен с позицией Кондрацкой М. В., согласно которой названные группы определений в целом предлагают весьма узкое понимание секьюритизации, которые отражают лишь отдельные свойства данного института¹⁷. Принимая во внимание комплексный и многосторонний характер рассматриваемого института, более точно описывающими содержание секьюритизации представляются такие определения, которые отражают, с одной стороны, содержание секьюритизации как финансовой техники, а, с другой, указывают на цель ее применения, а также на используемые при этом юридические конструкции.

Учитывая названные обстоятельства, наиболее целостным в рамках экономической науки представляется определение, согласно которому «секьюритизация активов – это нормативно регламентируемая финансовая техника, позволяющая кредитору рефинансировать свою деятельность и распределять риски между различными участниками сделки путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных потоком платежей, генерируемых обособленным пулом финансовых активов». ¹⁸ При этом, как было указано ранее, под обособленностью пула активов не должна пониматься только передача такого

¹⁵ Gorton G., Metrick A. Securitization [Electronic resource] // Prepared for the Handbook of the Economics of Finance, edited by G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz. 2011. P.4. URL: <https://ssrn.com/abstract=1909887> (дата обращения : 20.03.2018).

¹⁶ Schwarcz S. L. The alchemy of asset securitization // Stanford journal of law, business, and finance. Vol. 1. P. 136. 1994.

¹⁷ Кондрацкая М. В. Правовое обеспечение интересов инвесторов при секьюритизации активов: дисс. ... канд. юридич. наук. М., 2017. С. 16.

¹⁸ Белозеров С. А., Лупырь А. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий // Финансы и кредит. 2010. № 29. С. 13.

пула в SPV, так как в отдельных моделях секьюритизации активы могут обособляться на балансе originатора (балансовая секьюритизация).

Далее перейдем к определению понятия секьюритизации с точки зрения права.

Одним из предлагаемых Ю. Е. Туктаровым определений секьюритизации является выражение ее через систему норм, направленных на снижение правовых и экономических рисков, возникающих при рефинансировании денежных требований путем размещения ценных бумаг¹⁹.

Тогда как по мнению Т. И. Афанасьевой «секьюритизация – это сделка, при которой юридическое лицо непосредственно или через другое юридическое лицо приобретает права требования по однородным денежным обязательствам третьих лиц и выпускает ценные бумаги, исполнение обязательств по которым зависит от исполнения обязательств указанными третьими лицами»²⁰.

Несмотря на то, что указанное определение во многом отражает содержание института секьюритизации, мы не можем согласиться с позицией о том, что данной институт представляет собой сделку. Учитывая, что выпуск ценных бумаг состоит из нескольких юридических фактов, тогда как сама эмиссия является лишь одним из элементов секьюритизации, следует сделать вывод о том, что секьюритизация является скорее юридическим составом, то есть совокупностью юридических фактов, необходимых для наступления определенных юридических последствий²¹.

А. Ю. Бушев, в свою очередь, предлагает определение, согласно которому секьюритизация представляет собой 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

¹⁹ Туктаров Ю. Е. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. 2005. №16. С. 16.

²⁰ Афанасьева Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики: дисс. ... канд. юрид. наук. Иркутск, 2008. С. 55.

²¹ См. Красавчиков О. А. Юридические факты в советском гражданском праве. М.: Государственное издательство юридической литературы, 1958. С. 54.

денежных средств²². В данном случае предлагается квалификация секьюритизации как «комплекса мер и правовых институтов»²³, что также подтверждает обоснованность позиции о том, что секьюритизация не является сделкой.

Отметим, что рассматриваемый термин встречается в нормативных актах Центрального Банка. Так, в соответствии с Положением Банка России «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» под ценными бумагами, являющимися **инструментами секьюритизации**, понимаются ценные бумаги, исполнение обязательств, по которым обеспечивается полностью или частично поступления денежных средств от находящегося в залоге актива (активов), не являющегося (являющихся) инструментом секьюритизации²⁴. Однако данная норма не добавляет определенности понятию секьюритизации, так как в данном случае «неизвестное определяется через неизвестное»²⁵.

В рамках данной работы представляется возможным предложить следующее определение секьюритизации с точки зрения права, которое частично совпадет с некоторыми из ранее высказанных позиций. Так, секьюритизация представляет собой совокупность правовых институтов, направленных на юридическое обособление специально созданного имущественного комплекса, содержащего, преимущественно, права требования (в том числе по обязательствам, которые возникнут в будущем) с прогнозируемыми и регулярными поступлениями денежных средств, и используемого в качестве залогового обеспечения по ценным бумагам, эмитируемым специально созданным юридическим лицом или инициатором секьюритизации с целью привлечения денежных средств.

²² 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. С. 8.

²³ Там же.

²⁴ Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска [Электронный ресурс]: утверждено Банком России 03.12.2015 № 511-П // Вестн. Банка России. 2015. № 122. СПС «КонсультантПлюс».

²⁵ Ушаков О. В., Кабанов Д. П. Новые подходы к оценкам рисков по облигациям, выпускаемым в ходе сделок секьюритизации: инициативы Банка России [Электронный ресурс] // 2015. URL: <http://epam.ru/files/documents/legal-updates/5658425b5c314.pdf> (дата обращения : 28.03.2018).

В целом, необходимо прийти к выводу о том, что понятие секьюритизации подлежало детальному исследованию, в большей мере, в экономической науке, тогда как в рамках юридических исследований данной теме уделялось недостаточно много внимания.

Таким, образом при изучении имеющейся российской и зарубежной литературы по данной теме автор пришел к выводу о том, что единый подход к определению секьюритизации как в юридической, так и экономической науке отсутствует. Это обусловлено, в том числе крайней разноплановостью данного инструмента, применение которого происходит с использованием различных конструкций, а сама секьюритизация структурируется по различным моделям. В связи с чем, отсутствует единое мнение в отношении перечня ключевых признаков, характеризующих секьюритизацию. На основе изучения существующих подходов к определению понятия секьюритизации, автором было предложено определение, которое, на наш взгляд, наиболее полно отражает основные признаки секьюритизации.

§ 1.2. Основные виды секьюритизации

В специальной литературе представлены различные классификации видов секьюритизации, при этом имеют место отличия, в том числе и в подходах к классификации по одним и тем же критериям.

Например, И. А. Пенкина высказывает позицию о существовании таких видов секьюритизации как классическая и синтетическая²⁶. А. А. Владыкин выделяет классическую (внебалансовую) и балансовую секьюритизацию²⁷. Тогда как, к примеру, Е. Е. Демушкина рассматривает такие виды секьюритизации как классическая (внебалансовая), синтетическая и балансовая²⁸.

Учитывая, что все предлагаемые классификации рассматриваемого института так или иначе имеют точки пересечения, для целей настоящей

²⁶ Пенкина И. А. Рынок секьюритизации активов // Биржевое обозрение. 2007. № 5. С. 9.

²⁷ Владыкин А. А. Правовое регулирование рынка ипотечных ценных бумаг: дисс. ... канд. юрид. наук. М., 2007. С. 90-91.

²⁸ Демушкина Е. С. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги [Электронный ресурс] // Рынок ценных бумаг. 2003. № 24. URL: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=3789> (дата обращения : 20.03.2018).

работы, мы остановимся более подробно на двух следующих классификациях секьюритизации:

1. Одноуровневая (германская) и двухуровневая (американская) модели секьюритизации²⁹.
2. Классическая секьюритизация, синтетическая секьюритизация и секьюритизация всего бизнеса³⁰.

Одноуровневая и двухуровневая модели секьюритизации.

Необходимо отметить, что рассматриваемое разделение видов секьюритизации на американскую и германскую исторически относится именно к ипотечной секьюритизации, хотя применимо, в силу общей природы, и к неипотечной модели данного института. В основе рассматриваемой классификации лежит разграничение секьюритизации по способу ее осуществления, а именно, сохранение прав требования на балансе инициатора – германская или одноуровневая секьюритизация – либо же их отчуждение и переход на баланс специально созданного юридического лица (SPV) – американская или двухуровневая модель секьюритизации. Двухуровневую секьюритизацию также иногда принято называть классической³¹, так как секьюритизация изначально осуществлялась по данной модели (однако наибольшее распространение получило наименование классической секьюритизации в рамках классификации, рассмотренной в следующем разделе настоящего параграфа). По нашему мнению, одноуровневая секьюритизация требует затраты больших ресурсов со стороны originатора, нежели двухуровневая. Данный вывод обусловлен тем, что одной из ключевых целей данного института является ограждение выделенного пула активов от рисков originатора³², тогда как при нахождении названных активов на балансе инициатора секьюритизации не предоставляет инвесторам достаточной

²⁹ Бушев А. Ю. Применение правовых институтов для управления рисками, возникающими в процессе оборота прав требования на рынке ценных бумаг: секьюритизация активов [Электронный ресурс] // Вестник Санкт-Петербургского Университета. 2014. №24. 29-44 с. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=22532363> (дата обращения : 25.03.2018).

³⁰ Жан Жоб де Вриз Роббе, Поль Али. Секьюритизация и право; пер. с англ. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 345.

³¹ Кондрацкая М. В. Указ. соч. С. 28.

³² Schwarcz S. L. The alchemy of asset securitization. P. 136.

гарантии в отношении возможности эмитента осуществлять обязательства из ценных бумаг при наступлении определенных обстоятельств, таких как банкротство originатора. Обеспечить инвестиционную привлекательность ценных бумаг, обеспеченных активами, остающимися на балансе самого банка-оригинатора более затруднительно. В связи с чем, для осуществления секьюритизации по одноуровневой модели требуется соблюдение как минимум двух условий:

- i. наличие достаточных активов инициатора секьюритизации, привлекаемых на рефинансирование заемных средств; а также
- ii. положительная и устойчивая репутация банка на рынке, подтверждающая его финансовую стабильность.

В связи с чем, по мнению А. Ю. Бушева, двухуровневая система характерна для банковских систем, где отсутствуют специализированные крупные кредитные организации, способные самостоятельно обеспечить собственными активами исполнение обязанности по возврату средств, предоставленных на рефинансирование ипотечных кредитов³³.

При этом с целью повышения доверия к модели секьюритизации, при которой для обособления пула активов создается SPV, национальными законодательствами предусматривается особое регулирование, например, по вопросам правового статуса SPV, особенностей процедуры банкротства SPV и др.

Классическая и синтетическая секьюритизация. Секьюритизация всего бизнеса.

Классификация, разграничивающая классическую, синтетическую секьюритизацию и секьюритизацию всего бизнеса, представляется наиболее распространенной в современной литературе³⁴.

³³ Бушев А. Ю. Применение правовых институтов для управления рисками, возникающими в процессе оборота прав требования на рынке ценных бумаг: секьюритизация активов. С. 16.

³⁴ Бушев А. Ю. Применение правовых институтов для управления рисками, возникающими в процессе оборота прав требования на рынке ценных бумаг: секьюритизация активов. С.8.; Жан Жоб де Вриз Роббе, Поль Али. Указ. соч. С. 345.

Основой классической секьюритизации (секьюритизации активов) является формирование пула активов (имущественного комплекса). При этом, как указывает М. В. Кондрацкая, пул активов в данном случае представляет собой однородные денежные права требования с прогнозируемым и регулярным объемом поступлений денежных средств по ним³⁵.

Базовая структура секьюритизации активов, как правило, включает следующие элементы:

- продажа пула активов оригинатором к SPV (действительная продажа или “true sale”);
- рефинансирование пула активов SPV через выпуск ценных бумаг (“Asset backed securities”);
- в определенных случаях для обеспечения покрытия по ценным бумагам дополнительно могут использоваться производные финансовые инструменты, в частности, валютные и процентные свопы.

Синтетическая секьюритизация.

В общем виде, синтетическая секьюритизация – это модель, которая соединяет в себе свойства секьюритизации и производных финансовых инструментов. Согласно позиции Базельского комитета по банковскому надзору синтетическая секьюритизация представляет собой структурированные сделки, в которых банки используют кредитные деривативы для того, чтобы передать кредитный риск определенного пула активов третьим лицам, а том числе страховым компаниям, другим банкам и нерегулируемым лицам³⁶. Принимая во внимание тот факт, что ранее в настоящей работе были приведены аргументы в пользу сомнительности позиции, согласно которой секьюритизация понимается как сделка, а не как юридический состав, т.е. совокупность юридических фактов, мы не можем полностью согласиться с

³⁵ Кондрацкая М. В. Указ. соч. С. 25.

³⁶ Consultative Document Asset Securitization. Section 68 [Электронный ресурс] // Basel Committee on Banking Supervision. Supporting Document to the New Basel Capital Accord. 2001. January. URL: <https://www.bis.org/bcbs/about.htm> (дата обращения : 29.03.2018).

предложенным определением синтетической секьюритизации. Однако данное определение точно отражает основное свойство названного вида секьюритизации – **применение кредитных деривативов, направленное на достижение эффекта классической секьюритизации**³⁷.

Важным отличием от классической секьюритизации является и то, что при синтетической секьюритизации, как правило, не создается SPV, так как перераспределение риска по пулу активов осуществляется за счет кредитных деривативов. В связи с чем, синтетическая секьюритизация получила в свое время особенное развитие в юрисдикциях, где правовое регулирование ограничивает или не обеспечивает в должной мере возможность передачи прав требования к SPV с соблюдением должных гарантий интересов инвесторов. Так, например, законодательства многих стран не содержат положений о возможности уступки будущих требований, уступки совокупности требований, а также уступки требований, которые не индивидуализированы³⁸.

Необходимо обратить внимание и на различие в целях, которые зачастую преследует оригинатор, используя тот или иной вид секьюритизации. Секьюритизация активов нацелена прежде всего на осуществление финансирования, тогда как синтетическая секьюритизация позволяет хеджировать кредитные риски, что, впрочем, не отрицает возможность использования ее и для финансирования.

Отметим, что, к примеру, российским законодательством не предусмотрена возможность осуществления синтетической секьюритизации с применением инструмента SPV. Специализированное финансовое общество, равно как и ипотечный агент (абз. 5 ст. 2 Закона об ИЦБ) вправе осуществлять только прямо предусмотренную законом деятельность, тогда как заключение договоров, представляющих собой производные финансовые инструменты к такой деятельности не отнесены (п. 2 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке

³⁷ Ж. Ж. де Вриз Роббе, П. Али. Указ. соч. С. 3.

³⁸ Там же. С. 9.

ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ³⁹ (далее – «**Закон о рынке ценных бумаг**») и п. 1 ст. 8 Закон об ИЦБ). При этом остается нерешенным вопрос о возможности использования СОПФ для синтетической секьюритизации, если рассматривать заключение указанных договоров в качестве составляющей проектного финансирования (при наличии соответствующих признаков у указанных производных финансовых инструментов).

Секьюритизация всего бизнеса.

Отличительной чертой секьюритизации всего бизнеса является отсутствие специально выделенного покрытия, состоящего из прав требования или иных финансовых активов. В качестве обеспечения выступают денежные поступления от предпринимательской деятельности компании⁴⁰. При этом целью названного вида секьюритизации, как и в случае с классической секьюритизацией, выступает привлечение финансирования. Как указывает А. Ю. Бушев, для этой цели SPV, выпускающее ценные бумаги, предоставляет инициатору кредит, который обеспечен указанным активом⁴¹ (фактически представляющим собой прибыль компании от ведения предпринимательской деятельности в той или иной сфере).

Современное правовое регулирование России не содержит в себе механизмов для осуществления секьюритизации всего бизнеса, в связи с тем, что, как и в случае с синтетической секьюритизацией, ограниченная правоспособность видов SPV, наиболее часто используемых для секьюритизации (СФО и ипотечный агент), в полной мере не позволяет данным обществам выдавать соответствующие займы инициатору. Также, по аналогии с синтетической секьюритизацией, вопрос невозможности применения СОПФ для секьюритизации всего бизнеса является не столь однозначным, учитывая, что Законом о секьюритизации данному виду СОПФ предоставлена более

³⁹ О рынке ценных бумаг: федер. закон от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918. СПС «КонсультантПлюс».

⁴⁰ Александрова Н. В. Понятие и виды секьюритизации активов // Финансы и кредит. 2007. № 5. С. 28.

⁴¹ Бушев А. Ю. Применение правовых институтов для управления рисками, возникающими в процессе оборота прав требования на рынке ценных бумаг: секьюритизация активов. Указ. соч. С.8.

широкая правоспособность (что будет рассмотрено в § 2.2 главы 2 настоящей работы). Однако фактор, который будет являться препятствием к применению СОПФ для указанной цели, все же может иметь место. Так, СОПФ применимо только для финансирования долгосрочных (не менее 3 лет) инвестиционных проектов (баз. 2 п. 2 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг). Следовательно, для применения СОПФ необходимо наличие соответствующего долгосрочного инвестиционного проекта, для финансирования которого будет применяться указанная проектная компания.

Отметим, что рассмотренные классификации секьюритизации не являются исчерпывающими. Учитывая сложносоставность данного института, мы не отрицаем возможность появления новых областей, в которых будет применяться секьюритизация, а как следствие, возможность выделения новых ее видов. Так, например, постепенное развитие получает применение секьюритизации в проектном финансировании, которое, по мнению А. В. Белицкой, представляет собой систему правовых средств договорного и корпоративного характера по финансированию и организации крупного долгосрочного инвестиционного проекта, предполагающую возврат вложенных средств за счет прибыли от реализации инвестиционного проекта⁴².

Более того, согласно позиции М. В. Кондрацкой, синтетическая секьюритизация и секьюритизация всего бизнеса не являются отдельными видами секьюритизации, а представляют собой гибридные конструкции, созданные путем объединения классической секьюритизации с кредитным деривативом, либо с корпоративным заимствованием (“corporate credit”)⁴³. Представляется допустимым отчасти согласиться с данным выводом, учитывая, что классическая секьюритизация является базовой моделью по отношению к двум другим. Однако ввиду комплексного характера рассматриваемого института, включение в его структуру отдельных финансовых инструментов, может приводить к изменению экономического и юридического содержания

⁴² Белицкая А. В. Понятие и правовые основы проектного финансирования [Электронный ресурс] // Юрист. 2015. № 11. СПС «КонсультантПлюс».

⁴³ Кондрацкая М. В. Указ. соч. С. 28.

секьюритизации как отдельного института. Следовательно, полагаем, что названные модели могут быть выделены в самостоятельные виды секьюритизации.

В заключение отметим, что для целей комплексного исследования заявленной темы работы представляется целесообразным поставить вопрос о наличии такого вида секьюритизации, как секьюритизация инфраструктурных проектов. Данный вопрос будет рассмотрен в § 1.3. главы 1, а также в главе 2 настоящей работы.

§ 1.3. Секьюритизация как инструмент финансирования инфраструктурных проектов

Развитие инфраструктуры сегодня можно назвать одним из ключевых направлений внутренней социально-экономической политики Российской Федерации, что обуславливается, прежде всего тем, что передовое развитие инфраструктуры позволяют стимулировать целые отрасли экономики, а также создавать рабочие места⁴⁴. Приоритетность данного направления выражается, в том числе в заложении в статьи расходов соответствующих бюджетов и выделении в последние годы существенного количества бюджетных средств для целей реализации проектов в сфере государственно-частного партнерства, включая концессии (далее – «ГЧП»), а также в повсеместном обсуждении на различных уровнях государственной власти и бизнес сообщества вопросов развития инфраструктуры. Особое внимание к данной теме подтверждается принятием в марте 2018 г. (во исполнение соответствующих поручений президента⁴⁵ и правительства РФ⁴⁶) так называемой «дорожной карты

⁴⁴ См.: Родин А. А. ГЧП: основные модели и особенности применения // ЭЖ-Юрист. 2015. № 17. С. 5.

⁴⁵ Поручение Президента России по итогам Петербургского международного форума №Пр-1132 от 14 июня 2017 г. [Электронный ресурс]: Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума, состоявшегося 1–3 июня 2017 г. URL: <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/54793#sel=15:1:Uhh,15:23:cph> (дата обращения : 15.04.2019).

⁴⁶ Поручение Правительства России по итогам Российского инвестиционного форума «Сочи-2018» №ДМ-П16-1131 от 1 марта 2018 г. [Электронный ресурс]: Поручения по итогам Российского инвестиционного форума «Сочи-2018», состоявшегося 15–16 февраля 2018 г. П. 5. // URL: <http://government.ru/orders/selection/401/31561/#31561=11:1:29C,11:49:aoh> (дата обращения : 15.04.2019).

инфраструктурной ипотеки»⁴⁷ (далее – «**Дорожная карта**»). Согласно Дорожной карте под «инфраструктурной ипотекой» понимается комплекс мер по совершенствованию системы управления созданием и модернизацией российской инфраструктуры, а также законодательства РФ в целях повышения привлекательности и эффективности инструментария ГЧП. Рассматриваемые меры включают в себя не только выработку новых моделей финансирования реализации инфраструктурных проектов, но и совершенствование уже существующих механизмов.

Дорожная карта направлена на решение амбициозной цели по многократному увеличению объема частных инвестиций в публичную инфраструктуру за счет снятия законодательных и административных барьеров и ограничений для таких инвестиций, а также предоставления существенных мер государственной поддержки.

Для целей настоящей работы необходимо отметить, что в Дорожной карте, среди прочего, предусмотрены меры по разработке новых механизмов финансирования проектов ГЧП, для чего указывается на необходимость утверждения соответствующих постановлений правительства РФ во исполнение названных мер. Более того, в рамках блока иных требуемых мер отмечается необходимость устранения препятствий для использования специализированных обществ проектного финансирования и облигаций с залоговым обеспечением при финансировании проектов ГЧП.

Таким образом, необходимость поиска новых инструментов и эффективных схем финансирования инфраструктурных проектов (в условиях невозможности расширения использования классических) – весьма актуальна.

В связи с чем, в рамках настоящей работы предлагается рассматривать секьюритизацию облигаций, выпускаемых в рамках реализации инфраструктурных проектов в качестве одного из способов инфраструктурного финансирования, включая рефинансирование. При этом в работе будет

⁴⁷ План мероприятий («дорожная карта») по развитию инструментария государственно-частного партнёрства [Электронный ресурс]: утв. Председателем Правительства Д. А. Медведевым 12 марта 2018 г. // URL: <http://government.ru/news/31625/> (дата обращения : 15.04.2019).

обращено внимание на особенности и недостатки правового регулирования соответствующих институтов, не позволяющих использовать все их преимущества в сфере финансирования инфраструктурных проектов.

Понятие инфраструктурных проектов.

Прежде чем перейти к рассмотрению вопроса о применении секьюритизации в указанной сфере, необходимо остановиться на вопросе о понятии инфраструктурных проектов и его месте в российском законодательстве.

Нам представляется, что законодатель при регламентации понятия инфраструктурных проектов руководствуется в первую очередь оценочными категориями, которые определяются индивидуально в каждом конкретном случае. Так, в подтверждение этого, как указывает М. С. Попов, можно привести Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 221-ФЗ «Об особенностях регулирования отдельных правоотношений, возникающих в связи со строительством, с реконструкцией объектов транспортной инфраструктуры федерального и регионального значения, предназначенных для обеспечения транспортного сообщения между Таманским и Керченским полуостровами, и объектов инженерной инфраструктуры федерального и регионального значения на Таманском и Керченском полуостровах и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»⁴⁸. В ст. 2 данного закона включены определения объектов соответствующей инфраструктуры, а именно, объектов транспортной инфраструктуры и объектов инженерной инфраструктуры. Указанные определения раскрываются лишь через конкретные виды инфраструктурных объектов, подлежащих размещению

⁴⁸ Об особенностях регулирования отдельных правоотношений, возникающих в связи со строительством, с реконструкцией объектов транспортной инфраструктуры федерального и регионального значения, предназначенных для обеспечения транспортного сообщения между Таманским и Керченским полуостровами, и объектов инженерной инфраструктуры федерального и регионального значения на Таманском и Керченском полуостровах и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 13 июля 2015 г. № 221-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. 2015. № 29 (ч. 1). Ст. 4347. СПС «КонсультантПлюс».

согласно данному закону для обеспечения транспортного сообщения между указанными территориями или обеспечения их инженерной инфраструктурой⁴⁹.

Кроме того, в соответствии с п. 1 ст. 2 Закона «О территориях опережающего социально-экономического развития в Российской Федерации» инфраструктура в рамках правоотношений, регулируемых данным законом, определяется как совокупность «земельных участков с находящимися на них зданиями, сооружениями, включая объекты транспортной, энергетической, коммунальной, инженерной, социальной, инновационной и иных инфраструктур, расположенных на территории опережающего социально-экономического развития, а также указанных объектов инфраструктур, расположенных вне такой территории, но обеспечивающих ее функционирование».

В общем и целом, как показывает анализ релевантного законодательства РФ, оно содержит механизм правового регулирования либо без привязки к определенной группе инфраструктурных проектов (объекты инфраструктуры, размещенные или подлежащие размещению на определенной территории), либо по каждому инфраструктурному проекту в отдельности (создание определенного объекта инфраструктуры). Это свидетельствует об отсутствии общего системного подхода к определению инфраструктурного проекта и инфраструктуры как таковой⁵⁰.

В контексте вопроса об определении понятия «инфраструктурный проект» представляется целесообразным отметить положения так и не ставшего законом законопроекта «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций»⁵¹. Согласно указанному законопроекту понятие инфраструктуры подлежало определению через совокупность объектов недвижимости, состоящей из одного или нескольких отдельных объектов и (или) технологических комплексов, предназначенных для обеспечения деятельности транспорта, энергетики, социальной сферы,

⁴⁹ Попов М. С. Понятие инфраструктурных проектов и специфика их правовой природы // Труды Института государства и права Российской академии наук. 2015. № 6. С.53-54.

⁵⁰ Попов М. С. Указ. соч. С.53-54.

⁵¹ URL: <http://www.lin.ru/document.htm?id=5379897176613531897> (дата обращения : 05.04.2019).

коммунального хозяйства или электросвязи. При этом указывалось, что инфраструктурный проект означает совокупность действий и их последовательность по созданию и (или) реконструкции конкретного объекта или технологического комплекса инфраструктуры, их последующему использованию (эксплуатации), реализуемых на основании проектного соглашения⁵².

В свою очередь, Е. А. Малицкая под инфраструктурным проектом предлагает понимать долгосрочный проект стратегического значения, определяющий конкурентоспособность территории, ее стабильное развитие, предполагающий строительство (реконструкцию) или реновацию объектов инфраструктуры согласно потребностям промышленности, предоставление потребителям услуг более высокого качества, улучшение социально-экономической сферы на данной территории⁵³.

С другой стороны, В. А. Кузьмин определяет инфраструктурный проект как проект, связанный со строительством, реконструкцией, реставрацией, внесением неотделимых улучшений или оборудованием объекта (объектов) недвижимости или инженерных коммуникаций для его последующей эксплуатации в целях оказания транспортных, административных, коммунальных, медицинских, образовательных услуг или осуществления производственной деятельности⁵⁴. Однако данное определение (равно как и определение, содержащееся в указанном законопроекте «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций») представляется недостаточно полными, ввиду того, что оно ограничивает инфраструктурные проекты проектами, связанными со строительством объектов недвижимости, их реконструкцией, реставрацией и т.д. При этом с учетом тенденций последних лет необходимо также учитывать возможность признания в качестве инфраструктурных – проектов в сфере

⁵² Там же.

⁵³ Малицкая Е. А. Понятие инфраструктурного проекта и управление его жизненным циклом [Электронный ресурс] // Экономика регионов. 2014. № 3. СПС «КонсультантПлюс».

⁵⁴ Кузьмин В. А. Секьюритизация в финансировании и рефинансировании инфраструктурных проектов: дисс. ... канд. экономич. наук. М., 2014. С. 86.

создания и модернизации IT инфраструктуры, которые могут реализовываться без строительства или реконструкции объектов недвижимости. Указанная тенденция подтверждается, в том числе принятием 29 июня 2018 г. Федерального закона № 173-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»⁵⁵, внесшего изменения в законодательство о ГЧП, в результате которых объекты информационных технологий и технические средства обеспечения функционирования объектов информационных технологий были включены в перечень допустимых объектов соглашений о ГЧП и концессионных соглашений.

Поэтому несколько более точным и при этом более абстрактным представляется определение инфраструктурных проектов М. С. Попова, который предлагает определять их как совокупность действий, требующих значительных финансовых и организационных ресурсов, а также специфического правового регулирования, по подготовке, созданию или реконструкции и последующей эксплуатации технически и технологически сложного объекта, необходимого для реализации стратегической задачи качественного и позитивного изменения социально-экономической ситуации территории либо региона или экономической ситуации в отрасли⁵⁶.

Нами предлагается рассматривать инфраструктурный проект в широком смысле как проект, имеющий существенное или стратегическое значение для развития инфраструктуры муниципального образования, субъекта РФ или России в целом, предусматривающий проведение строительства, реконструкции, капитального ремонта или иных работ в отношении объектов недвижимости и связанных с ними объектов движимого имущества и/или создание, переработку (модификацию) объектов информационных технологий и/или создание и модернизацию технических средств обеспечения функционирования объектов информационных

⁵⁵ О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 29 июня 2018 г. № 173-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. 2018. № 27. Ст. 3956. СПС «КонсультантПлюс»

⁵⁶ Попов М. С. Указ. соч. С. 59.

технологий и/или предусматривающий дальнейшую эксплуатацию указанных объектов.

Так или иначе, инфраструктурные проекты, и прежде всего проекты государственно-частного партнерства отличает масштабность, долгосрочный характер, а также относительно крупные объемы необходимых инвестиций. При этом, учитывая, отсутствие единого подхода в отношении надлежащего определения инфраструктурного проекта, а также существенное количество элементов, которые входят или могут входить в состав данного понятия (виды объектов, подлежащих созданию; модели реализации проектов и т.д.), далее, в рамках настоящей работы, предлагается акцентировать исследование на проблеме секьюритизации именно проектов ГЧП, реализуемых в соответствии с Федеральным законом «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ⁵⁷ (далее – «**Закон о ГЧП**») и Федеральным законом «О концессионных соглашениях» от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ⁵⁸ (далее – «**Закон о концессиях**»). Это обуславливается, в том числе и тем, что именно в отношении инвестиционных проектов, реализуемых по модели ГЧП (включая концессии) в научной литературе и в СМИ чаще всего в последние годы применяются термины «инфраструктура», «инфраструктурный проект».

Секьюритизация и ГЧП.

Вопрос о перспективности применения секьюритизации в проектах ГЧП является актуальным, так как дальнейшее развитие сферы инфраструктуры требует поиска новых решений в сфере проектного финансирования, одним из которых, по нашему мнению, является секьюритизация указанных проектов.

Так, например, как отмечают эксперты, в разрешении проблемы невысокого интереса к малым проектам ГЧП может быть полезна практика

⁵⁷ О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. 2015. № 29 (ч. I). Ст. 4350. СПС «КонсультантПлюс».

⁵⁸ О концессионных соглашениях: федер. закон от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. 2005. № 30 (ч. II). Ст. 3126. СПС «КонсультантПлюс».

финансирования пулов ГЧП проектов (прежде всего, концессий). При этом пул может быть как «естественный», так и «искусственный».

Под «естественными» пулами понимается формирование проектных холдингов, то есть юридических лиц, каждый из которых реализует несколько ГЧП проектов на разных стадиях.

В качестве основного элемента «искусственных» пулов понимается именно секьюритизация. При этом отмечается ее экзотичность для рынка ГЧП. В этом свете примечательной для российского рынка является организация Газпромбанком в конце 2017 г. – начале 2018 г. первой секьюритизации пула кредитов, выданных для финансирования региональных проектов на принципах ГЧП⁵⁹. В рамках указанного размещения были выпущены инфраструктурные облигации с залоговым обеспечением, в состав которого вошли права денежного требования по кредитам, выданным в отношении реализации проектов государственно-частного партнерства. Примечательно также и то, что это первый случай обособления прав требований по кредитам, выданным в отношении ГЧП проектов, от кредитного риска originатора, а также структурирования «младшего» транша через опцион на выкуп дефолтных обязательств в размере 20 % от всего объема эмиссии.

Учитывая невысокую активность на рынках капитала в России последних лет, указанное единичное размещение уже может свидетельствовать о наличии заинтересованности кредитных организаций, финансирующих проекты ГЧП, а равно сторон соглашений о ГЧП и концессионных соглашений в проведении секьюритизации пулов денежных требований по таким проектам.

Более того, в целом, к тенденциям последнего десятилетия в области финансирования строительных проектов некоторые авторы относят развитие операций с инвестиционными правами на проекты в области строительства по причине снижения доступности традиционных форм проектного финансирования и стремление девелоперов и кредитных организаций снизить

⁵⁹ Официальный сайт АО Газпромбанк [Электронный ресурс]. URL: <https://www.gazprombank.ru/press/48736/> (дата обращения : 28.03.2019).

свои риски либо совсем избавиться от них⁶⁰. Кроме того, как указывает Е. И. Туктаров осуществление долгосрочного финансирования (являющегося ключевым условием для большей части инфраструктурных проектов) более удобно в рамках принятой в секьюритизации методологии, нежели при использовании схем традиционного кредитования⁶¹.

На возможность применения секьюритизации для целей финансирования и рефинансирования инфраструктурных проектов указывается также в работах С. Л. Шварца⁶².

При этом, полагаем, что необходимо обратить внимание на предпосылки появления возможности использования секьюритизации как инструмента финансирования или рефинансирования инфраструктурных проектов. Существенной такой предпосылкой можно назвать появление в России правового регулирования, позволяющего осуществлять секьюритизацию, не обеспеченную требованиями по ипотеке.

Так, исторически основным базовым активом в рамках секьюритизации выступали ипотечные займы и кредиты. Отметим, что базовый актив в виде ипотеки до сих пор является наиболее распространенным и стабильным базовым активом на рынке, в том числе ввиду того, что практически всегда данный актив имеет страховое покрытие, а также защищен иным образом от возможных нарушений заемщиком своих обязательств⁶³.

До 1 июля 2014 г. только Закон об ИЦБ предусматривал возможность секьюритизации и при этом только тех требований, которые обеспечены ипотекой. Данное обстоятельство существенно ограничивало возможность появления и развития полноценного рынка неипотечной секьюритизации иных видов активов (автокредитов и потребительских кредитов, секьюритизации инвестиционных проектов), а также побуждало искать возможности для проведения сделок с участием SPV, зарегистрированных в иностранных

⁶⁰ Ж. Ж. де Вриз Роббе, П. Али. Указ. соч. С. 249.

⁶¹ Туктаров Ю. Е. Секьюритизация прав требования в инфраструктурных проектах // Cbonds review. 2009. №1. С. 80-83.

⁶² Schwarcz S. L. Structured Finance: A Guide to the Principle of Asset Securitization / N.Y. City: Practicing Law Institute Press, 2007. P. 294.

⁶³ Полонская Е. В. Развитие института секьюритизации. Указ. соч. С. 126.

юрисдикциях, так как за рубежом практика проведения сделок секьюритизации активов разного вида формировалась на протяжении долгого времени⁶⁴, и как следствие, соответствующее правовое регулирование является более совершенным и адаптированным под нужды участников рынка.

Возможность секьюритизации неипотечных активов появилась в российском законодательстве, в том числе за счет расширения (в связи с принятием Закона о секьюритизации) перечня имущества, которое может применяться в качестве обеспечения исполнения обязательств по облигациям с залоговым обеспечением. Для целей неипотечной секьюритизации особый интерес представляет возможность использования в качестве предмета залога денежных требований, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств⁶⁵. Для целей реализации инфраструктурных проектов это имеет существенное значение ввиду того, что денежные поступления в рамках реализации таких проектов осуществляются после завершения инвестиционной стадии и ввода объекта в эксплуатацию. В таких условиях значимым для включения в предмет залога является не только сам объект, но и будущие поступления от реализации функций такого объекта (оказание услуг, продажа товаров, выполнение работ).

Важным новшеством для применения рассматриваемого механизма в инвестиционных проектах является и институт залогового счета. Так, например, в рамках секьюритизации в условиях эмиссии облигаций может иметь место положение, согласно которому при получении SPV денежных средств от должников по обязательствам, являющихся предметом залога по облигациями, указанные денежные средства подлежат зачислению на специально открытый залоговый счет. В качестве примера предлагается спроецировать соответствующие требования законодательства на условный ГЧП проект, будущие денежные поступления от эксплуатации объекта, созданного в результате реализации которого, являются предметом залога по

⁶⁴ Суслов Р. Э. Указ. соч. С. 20-24.

⁶⁵ Пункт 1 ст. 27.3 Закона о рынке ценных бумаг.

инфраструктурным облигациям. При применении указанного механизма соответствующие поступления по проекту будут подлежать зачислению на залоговой счет.

Наконец, одним из важнейших нововведений, без которого отсутствовала как возможность осуществления неипотечной секьюритизации, так и выпуска российских инфраструктурных облигаций, является правовая регламентация возможности выпуска облигаций с залоговым обеспечением. При этом в Законе о рынке ценных бумаг не представлены ограничения по типу эмитента, имеющему право выпускать такие облигации. В связи с чем, помимо специализированных обществ, правом выпуска облигации с залоговым обеспечением наделены и другие юридические лица, что дает возможность эмитировать обеспеченные и субординированные облигации в проектом финансировании, в независимости от организационно-правовой формы или типа применяемого SPV. Так, в рамках финансирования проектов ГЧП для выпуска инфраструктурных облигаций может применяться как СОПФ, так и обычное неспециализированное SPV. Указанные облигации могут быть обеспечены залогом денежных требований по концессионному соглашению или соглашению о ГЧП.

В заключение, необходимо прийти к выводу о наличии необходимых предпосылок, а также перспектив применения секьюритизации для финансирования и рефинансирования инфраструктурных проектов. В первую очередь, это обусловлено необходимостью поиска новых решений в сфере финансирования развития инфраструктуры и высокой потребностью ее развития как таковой.

Также, актуальность вопроса о применении секьюритизации для указанных целей подтверждается фактом появления соответствующего правового регулирования, направленного на создание возможности структурирования секьюритизации по российскому праву в совокупности с внедрением инструментов защиты инвесторов (данный вопрос будет подробнее рассмотрен в рамках 2 главы настоящей работы).

Кроме того, на перспективность секьюритизации инфраструктурных проектов и необходимость развития соответствующих правовых институтов указывают и отдельные авторы, занимающиеся вопросами секьюритизации.

И наконец, наличие интереса у участников рынка к применению секьюритизации в указанной сфере подтверждается появлением первых примеров проведения секьюритизации активов, непосредственно связанных с реализацией ГЧП проектов.

Глава 2. Специализированное общество как ключевой элемент секьюритизации инфраструктурных проектов

Как указывалось ранее в рамках настоящей работы, применение SPV, которое выступает эмитентом ценных бумаг и которому передаются базовые активы, является одним из отличительных признаков инструмента секьюритизации⁶⁶. При этом повторно необходимо отметить, что хотя указанный признак и является существенным, в международной практике имеют место прецеденты проведения секьюритизации и без участия SPV – как описывалось выше, в указанных случаях эмитентом выступает непосредственно оригинатор. В отношении данного вида сделок принято использовать термин «квазисекьюритизация»⁶⁷ или, что более распространено – термин балансовая секьюритизация.

Учитывая системообразующее значение инструмента SPV, исследование правового статуса именно специализированного общества, применяемого для секьюритизации в рамках инфраструктурных проектов, представляется ключевым вопросом в рамках рассматриваемой темы. При этом секьюритизация ипотечных активов не является предметом исследования данной работы, в связи с чем, правовой статус ипотечного агента – предусмотренного Российским законодательством специализированного общества, применяемого для ипотечной секьюритизации, не подлежал рассмотрению автором настоящей работы.

Далее остановимся на общей характеристике СФО и СОПФ как элементов неипотечной секьюритизации.

§ 2.1. Общая характеристика правового регулирования специализированных обществ, применяемых для секьюритизации неипотечных активов

⁶⁶ Полонецкая Е. В. Развитие института секьюритизации. Указ. соч. С. 134.

⁶⁷ См.: Recent Developments in Securitization [Electronic resource] // European Central Bank. 2011. P. 16 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf?4a200da9d1bd95b49f429bfe5886a1ba> (дата обращения : 04.03.2019).

Необходимо отметить, что в отечественных проектах ГЧП в качестве проектных компаний, выполняющих работы по строительству или реконструкции, эксплуатации объекта соглашения, а также осуществляющих привлечение финансирования, наиболее часто применяется организационно-правовая форма общества с ограниченной ответственностью.

Тогда как для сделок неипотечной секьюритизации, наряду с использованием российских фондов, до принятия Закона о секьюритизации зачастую применялись проектные компании, учрежденные за рубежом (так, наибольшее распространение получили голландские штихтинги, которые выступают неким аналогом фондов по российскому праву, но имеют более широкую правоспособность). Такой выбор был обусловлен, в первую очередь, тем, что указанные юридические лица представляют собой некоммерческие организации и не являются по своей правовой природе корпорациями, что позволяет создать SPV, выступающую в роли «сиротской компании» (“orphan company”). Такая автономность позволяла оградить SPV (а значит и инвесторов) от возможного воздействия инициатора на принятие решений SPV.

Как было указано ранее, в 2013 г. в российское законодательство Законом о секьюритизации были введены специальные положения о специализированных обществах. При этом основной объем специального регулирования был помещен в Закон о рынке ценных бумаг. Это было предопределено тем фактом, что по своей природе специализированное общество представляет собой инструмент организации рынка ценных бумаг. Так, по российскому праву специализированное общество вправе выпускать облигации, которые могут приобретать как юридические лица, так и физические лица. Такие облигации, по нашему мнению, могут вступать в роли проектных облигаций. При этом особо важно отметить, что российское регулирование рынка ценных бумаг не предусматривает такого самостоятельного класса активов как проектные, инфраструктурные или концессионные облигации. В большей степени они представляют собой экономическую категорию, которая отражает факт выпуска таких ценных бумаг

в рамках соответствующего проекта. При этом возможно дать общую характеристику таким облигациям, согласно которой они представляют собой ценные бумаги, выпускаемые частной проектной компанией, которой принадлежит объект инфраструктуры (строящийся или уже построенный), и выплаты по которым осуществляются за счет поступлений от эксплуатации такого объекта, а также чьи эмиссионные документы содержат ковенанты, позволяющие владельцам облигаций (и их представителям) контролировать обстоятельства, которые существенно влияют на денежный поток финансируемого инфраструктурного проекта.

Полагаем, что отдельно необходимо рассмотреть правовой статус SPV в рамках российского корпоративного законодательства, а именно, вопрос о том, что представляет собой СОПФ и СФО: новый вид юридического лица, разновидность хозяйственного общества или отдельную организационно-правовую форму.

Так, противоречивой представляется позиция, согласно которой SPV, предусмотренные Законом о рынке ценных бумаг и Законом об ИЦБ, представляют собой отдельную организационно-правовую форму юридического лица. Такой позиции придерживались в своих работах, например, А. Х. Нуриев и А. А. Ерофеев⁶⁸. Ошибочность данной позиции, на наш взгляд, обуславливается тем, что наименование юридического лица специализированным обществом или ипотечным агентом отмечает его особый правовой статус, основой которого является осуществляемый вид деятельности, выражаемой в их целевой правоспособности⁶⁹. Более того, сами СФО и СОПФ учреждаются в организационно-правовой форме хозяйственных обществ (обществ с ограниченной правоспособностью или акционерных обществ), что также не позволяет говорить об указанных SPV как об отдельных организационно-правовых формах юридических лиц.

⁶⁸ Нуриев А. Х. Ограничение риска банкротства компании через использование SPV [Электронный ресурс] // Закон. 2014. № 10. СПС «КонсультантПлюс»; Ерофеев А. А. Создание и использование SPV как способ снижения риска банкротства компании и защита интересов инвесторов [Электронный ресурс] // Современное право. 2015. № 10. СПС «КонсультантПлюс».

⁶⁹ Белицкая А. В. Специализированное общество как специальный субъект предпринимательской деятельности // Предпринимательское право. 2015. № 3. С. 23-29.

При этом правовой статус SPV существенно отличается от правового статуса стандартных хозяйственных обществ. Это обусловлено тем, что SPV является субъектом права, но фактически не осуществляет оперативной деятельности, поскольку не принимает реальных решений⁷⁰. Отметим, что данная характеристика в полной мере актуальна скорее для СФО и ипотечного агента, нежели чем для СОПФ.

При этом как указывает Е. А. Суханов, конструкция специализированных обществ не может быть признана одним из видов ни акционерных обществ, ни обществ с ограниченной ответственностью и выходит за рамки закрытого перечня коммерческих корпораций, предусмотренного п. 2 ст. 50 ГК РФ⁷¹. Более того, Д. В. Ломакин отмечает, что «установленные законодателем особенности правового статуса аналога SPV оказались настолько существенными, что de facto можно говорить о появлении в системе отечественных юридических лиц новой разновидности коммерческих организаций»⁷².

В целом, наиболее выдержанной нам представляется позиция А. В. Белицкой, согласно которой специализированные общества выступают в обороте в качестве корпоративных юридических лиц, имеющих особый правовой статус, связанный с их целевой правоспособностью⁷³. Обоснование целевого характера правоспособности SPV будет проведено ниже.

Необходимо при этом отметить, что в качестве SPV в рамках российского правопорядка используются не только специализированные общества, предусмотренные Законом о секьюритизации, но и другие корпоративные юридические лица, не имеющие специальной правоспособности, а также фонды.

⁷⁰ Gorton G., Metrick A. Op. cit. P. 5.

⁷¹ Суханов Е. А. Предпринимательские корпорации в новой редакции гражданского кодекса Российской Федерации [Электронный ресурс] // Журнал российского права. 2015. № 1. СПС «КонсультантПлюс».

⁷² Ломакин Д. В. Влияние института секьюритизации активов на систему юридических лиц // Социально-экономические и правовые проблемы повышения эффективности российской экономики: Межвузовский сборник научных статей. Выпуск 3 / под ред. А. П. Сысоева, М. С. Халикова, А. И. Усова. М.: Университетская книга, 2016. С. 64.

⁷³ Белицкая А. В. Специализированное общество как специальный субъект предпринимательской деятельности. Указ. соч. С. 23-29.

Правоспособность специализированных обществ.

Ключевым в рамках регулирования деятельности специализированных обществ в свете Закона о секьюритизации является вопрос об их правоспособности.

Так, в соответствии с российским законодательством правоспособность СФО (как разновидности специализированного общества в рамках Закона о секьюритизации) существенно ограничена – оно не может заниматься хозяйственной деятельностью, не связанной с приобретением активов и эмиссией облигаций, обеспеченных залогом пула приобретенных активов.

При этом роль проектной компании в секьюритизации состоит в обособлении денежных требований от имущества инициатора. Благодаря передаче указанных требований от инициатора к SPV митигируются риски возможного возникновения неблагоприятных для инвесторов последствий в виде уменьшения доходов по приобретенным в результате секьюритизации ценным бумагам в связи с деятельностью инициатора.

Так, по мнению М.В. Кондрацкой, единственной целью создания и деятельности СФО является реализация секьюритизации активов⁷⁴.

Кроме того, по мнению различных авторов, SPV является, прежде всего, средством обособления денежных требований от активов инициатора. Такое обособление реализуется с целью освобождения указанных денежных требований от рисков, связанных деятельностью инициатора. Обособление имущества позволяет предоставить инвесторам преимущественные права на такое имущество по сравнению с кредиторами инициатора⁷⁵. Для достижения указанных целей, SPV должна быть создана как полностью автономное юридическое лицо, в хозяйственную деятельность которого (включая принятие решений) не может вмешиваться инициатор, а также другие участники секьюритизации активов и их аффилированные лица, и целью ее деятельности должна являться секьюритизация активов.

⁷⁴ Кондрацкая М. В. Указ. соч. С. 86.

⁷⁵ Кондрацкая М. В. Там же. С. 110.

В целом, регламентация специального правового статуса SPV направлена на освобождение инвесторов от рисков, связанных с ее деятельностью, в связи с чем существенно снижены корпоративные риски, а также риски банкротства и произвольной ликвидации SPV.

§ 2.2. Сравнительный анализ правового статуса специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования

Проведение сравнения двух видов специализированных обществ, применяемых для секьюритизации непотечных активов представляется особенно важным ввиду того, что рассмотренная выше характеристика специализированных обществ, выражаемая многими авторами, в полной мере свойственна именно для СФО, но не для СОПФ, деятельность которого направлена на осуществление проектного финансирования. И более того, если исходить из комплексного понимания существующего правового регулирования, то деятельность скорее СОПФ направлена на так называемое секьюритизационное финансирование, предполагающие приобретение прав требования, относящихся к инвестиционному проекту.

Вопрос об ограниченном характере правоспособности СОПФ представляется несколько более сложным по сравнению с вопросом о правоспособности СФО, что обусловлено двумя ключевыми факторами.

С одной стороны, заложенная в законодательстве цель деятельности СОПФ в целом отличается от цели деятельности СФО. Первое должно использоваться, прежде всего, для финансирования инвестиционного проекта, тогда как обособление активов инициатора в принципе не является единственным направлением деятельности такого SPV. Так, по мнению И. А. Никоновой, целью деятельности СОПФ помимо локализации рисков проекта, также является и контроль целевого использования предоставленных для реализации проекта средств⁷⁶.

⁷⁶ Никонова И. А. Проблемы развития проектного финансирования в России // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2014. № 12. С. 93-99.

С другой стороны, важной для анализа целей и предмета деятельности SPV является ситуация, когда СОПФ выступает в роли SPV, но не только в качестве элемента проектного финансирования, но и в качестве организации, непосредственно реализующей инвестиционный проект (к примеру, является концессионером или частным партнером в проектах ГЧП). В указанном случае, представляется, нецелесообразным говорить о «жестком» ограничении деятельности SPV лишь рамками секьюритизации и связанной с ней деятельностью. При этом необходимо отметить отсутствие законодательного регулирования, напрямую позволяющего СОПФ выступать в роли концессионера или частного партнера, что создает правовую неопределенность в отношении наличия такой возможности, что является существенным недостатком действующего правового регулирования данных правоотношений.

Учитывая указанное основополагающее различие в целях деятельности СОПФ и СФО, необходимо обратить внимание на имеющиеся более точечные особенности регламентации деятельности специализированных обществ по отношению друг к другу.

Непосредственно инструментом классической секьюритизации как таковой следует считать именно СФО, деятельность которого направлена на приобретение имущественных прав требования по денежным требованиям к должникам, вытекающих из различных договоров. СФО потенциально находит применение в различных сферах предпринимательской деятельности и может использоваться для секьюритизации существующих и будущих требований⁷⁷. При этом механизм секьюритизации активов, как было указано ранее в настоящей работе, может быть использован и в проектом финансировании.

Именно рассмотрение секьюритизации для осуществления финансирования является предметом анализа в рамках настоящей работы. Для указанных целей по смыслу Закона о секьюритизации подлежит созданию именно специализированное общество проектного финансирования, которому по замыслу законодателя надлежит выступать ключевым инструментом

⁷⁷ Суслов Р. Указ. соч. С. 22.

реализации инвестиционных проектов (включая проекты ГЧП), в которых применяется механизм проектного финансирования.

При этом СОПФ носит целевой характер и подлежит применению для секьюритизации требований только из проекта, срок реализации которого превышает трехлетний период⁷⁸.

В рамках модели реализации инфраструктурных проектов СОПФ осуществляет долгосрочное финансирование ГЧП проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с эксплуатацией объекта соглашения о ГЧП или концессионного соглашения, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта. Такое SPV осуществляет привлечение инвестиций (их части) по проекту через эмиссию облигаций, которые обеспечены залогом денежных требований и иного имущества⁷⁹.

Исходя из особенностей, предусмотренных Законом о рынке ценных бумаг в отношении СОПФ, указанная форма SPV представляет собой хозяйственное общество со специальным правовым положением, предусматривающее возможность дополнительных гарантий для инвесторов и бенефициаров в рамках проектного финансирования.

Некоторые авторы указывают на то, что выделение двух видов SPV в Законе о рынке ценных бумаг не является необходимым. Так, высказывается мнение о том, что за исключением возможности эмиссии облигаций, обеспеченных залогом иного имущества, регламентированные законом цели деятельности СФО позволяют ему практически в полном объеме осуществлять деятельность СОПФ⁸⁰.

⁷⁸ Суслов Р. Указ. соч. С. 21.

⁷⁹ Абзац 2 п. 2 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг.

⁸⁰ Суслов Р. Указ. соч.

Мы не можем согласиться с указанной позицией ввиду следующего. Так, в закон о рынке ценных бумаг в отношении СОПФ не включены многие ограничения ведения хозяйственной деятельности, которые предусмотрены для деятельности СФО. В частности, на СОПФ не распространяются⁸¹:

- запрет на наличие штата работников и заключение трудовых договоров;
- запрет на избрание совета директоров и ревизионной комиссии (ревизора), а также создание коллегиального исполнительного органа;
- обязанность передать полномочия единоличного исполнительного органа управляющей компании;
- запрет на добровольную реорганизацию и др.

Также СОПФ, в отличие от СФО, вправе осуществлять более широкий круг сделок, в том числе производить выдачу займов. Отметим, при этом, что возможность выдачи займов прямо предоставлена только для СОПФ, 100% акций (долей участия в уставном капитале) которых принадлежит Российской Федерации или государственной корпорации «Банк развития внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» (далее – «ВЭБ»). Как нам представляется, в правовое регулирование специализированных обществ необходимо внести изменения, предусматривающие снятие ограничений по необходимой принадлежности 100% капитала СОПФ России или ВЭБ для получения возможности такими юридическими лицами выдавать займы.

Кроме того, СОПФ вправе выступать участником синдиката кредиторов⁸² в соответствии с Законом о синдицированном кредите. СФО в свою очередь не наделено указанной возможностью.

В общем и целом, деятельность СОПФ должна быть направлена на финансирование инвестиционных проектов, что является системообразующим

⁸¹ Статья 15.2 Закона о рынке ценных бумаг.

⁸² Пункт 11 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг.

отличительным признаком данного вида специализированного общества в рамках Закона о секьюритизации.

Именно СОПФ, подлежит применению в рамках секьюритизации активов с целью осуществления проектного финансирования, учитывая и то, что регламентация деятельности СФО «не заточена» под проектное финансирование.

Перспективы применения СОПФ как инструмента финансирования государственно-частного партнерства.

Далее необходимо обратить внимание на правовой режим СОПФ как на инструмент привлечения инвестиций в проекты государственно-частного партнерства.

По нашему мнению, облигации, выпущенные СОПФ должны стать и все больше становятся перспективной альтернативой более популярным на сегодняшний день форматам привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты. Так, в будущем может быть изменена структура применения самих инфраструктурных облигаций, в связи с тем, что в результате изменений, предусмотренных Законом о секьюритизации, возвратность займов по облигациям теперь находится в зависимости от доходности конкретного проекта. Это связано с тем, что облигации обеспечиваются непосредственно правами, принадлежащими СОПФ, для чего указанные права предварительно должны быть выкуплены у частного партнера, реализующего проект ГЧП. При этом и частные партнеры освобождаются от дополнительной долговой нагрузки (учитывая, что эмитентом является не сам частный партнер, а SPV), а возможность возврата облигационного займа не уменьшается какими-либо долговыми обязательствами частного партнера и правами третьих лиц, что потенциально повышает интерес инвесторов к применению данного механизма.

Однако имеют место ряд особенностей, касающихся перспектив применения нововведений, предусмотренных Законом о секьюритизации, при реализации проектов ГЧП.

Так, например, механизм выпуска инфраструктурных облигаций может эффективно применяться, прежде всего, в рамках проектов, по которым определен институциональный потребитель конкретных услуг, которые будут оказываться по завершении реализации проекта. Возможность расчета количества будущих поступлений от потребителей, которые будут получать услуги (приобретать товары) частного партнера/концессионера, позволяет заранее определить размер обеспечения по облигациям. Поэтому данный механизм более актуален для проектов, по которым создаются объекты, объемы потребления услуг которых являются прогнозируемыми, например, объекты транспортной инфраструктуры (платные автодороги, аэропорты, объекты железнодорожного транспорта и т.д.)

Несмотря на положительный характер появления в российском законодательстве модели СОПФ для рынка инфраструктурных проектов, по состоянию на 12 апреля 2019 г. в Едином государственном реестре юридических лиц содержится только 5 зарегистрированных СОПФ⁸³. Тогда как СФО на указанную дату зарегистрировано 53⁸⁴. Более того, в публичных источниках отсутствует информация об успешной (завершенной) реализации каких-либо проектов с использованием СОПФ. Непопулярность рассматриваемого вида SPV может свидетельствовать о наличии определенных барьеров и/или об отсутствии заинтересованности сторон инвестиционных проектов в использовании в качестве SPV именно СОПФ, а не, к примеру, СФО или обычных хозяйственных обществ (без ограниченной правоспособности специализированных юридических лиц).

По мнению экспертов регулирование, предусмотренное в отношении СОПФ имеет недостаточную проработанность, что не позволяет при существующей регламентации ее деятельности в Законе о рынке ценных бумаг превратить ее в полноценную проектную компанию, осуществляющую операционную деятельность.

⁸³ См. Официальный интернет-портал Федеральной Налоговой Службы РФ [Электронный ресурс]. URL: <https://egrul.nalog.ru/index.html>.

⁸⁴ Там же.

Помимо названных выше предложений по возможному усовершенствованию законодательства, регулирующего СОПФ, также следует отметить следующее:

- существующая модель финансирования с использованием СОПФ ограничена требованиями по обязательствам, связанным с «созданием» или эксплуатацией «созданного» имущества либо с покупкой имущества, необходимого для осуществления проекта (абз. 2 п. 2 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг). Термин «создание» объектов при буквальном толковании включает в себя только проекты реализуемые со стадии проектирования нового объекта и прямо может свидетельствовать о невозможности применения СОПФ в рамках:
 - i. проектов по модернизации или реконструкции уже построенных объектов и их вспомогательных строений, сооружений;
 - ii. финансирования эксплуатации введенных в эксплуатацию объектов;
 - iii. цикла рефинансирования проекта, потребность в котором может возникнуть при истечении сроков первичного финансирования или при изменении каких-либо важных для проекта экономических условий⁸⁵;
- также существенным недостатком регламентации деятельности СОПФ является отсутствие прямого закрепления возможности последнего выступать стороной концессионных соглашений и соглашений о ГЧП.

Кроме того, для создания полноценной возможности секьюритизации проектов ГЧП с использованием СОПФ также представляется необходимым внести в Закон о ГЧП и Закон о концессиях определенные изменения, согласно которым прямо была бы закреплена возможность предоставления согласия

⁸⁵ Мурыгин А. Проектные облигации: новые возможности и вызовы // Cbonds review. №1. 2019. С. 54.

публичного партнера / концедента на осуществление уступки прав будущих требований по инвестиционному проекту, а также возможность включения такого согласия на уступку в прямом соглашении между публичным партнером / концедентом и финансирующими проект кредитными организациями.

Как представляется, законодатель убежден в действенности и перспективности данного института, в связи с чем, как указывалось ранее, в Дорожную карту (См. § 1.3 главы 1) и была включена такая мера как устранение препятствий для использования СОПФ. Кроме того, по указанию экспертов, уже имели место попытки финансирования проектов путем предоставления займа проектной компании под залог ее активов с использованием именно специализированного общества проектного финансирования⁸⁶.

Следовательно, для целей стимулирования применения в инвестиционной деятельности СОПФ, а также развития секьюритизации инфраструктурных проектов, в целом, по нашему мнению, необходимо осуществить точечную корректировку регламентации деятельности СОПФ, с учетом названных выше рекомендаций. Кроме того, применение или неприменение указанного инструмента напрямую связано с количеством ГЧП проектов как таковых, и недостаточное, на наш взгляд, внимание рынка к более сложным, нежели простое кредитование, инструментам финансирования проектов может быть обусловлено малым количеством значимых инфраструктурных проектов в целом.

§ 2.3. Правовые институты, направленные на снижение риска банкротства специализированных обществ

Представляется необходимым также остановиться на такой ключевой особенности SPV как наличие защищенности от риска банкротства, с одной стороны, и наличие особенностей самой процедуры банкротства таких лиц, с другой. Данный вопрос является существенным ввиду того, что SPV выступает

⁸⁶ Мурыгин А. Там же. С. 53.

в роли юридического лица, на баланс которого передаются активы по проекту, и которому надлежит осуществлять исполнение по эмитированным облигациям перед инвесторами. Следовательно, сам правовой статус и условия деятельности SPV должны предоставлять инвесторам определенные гарантии исполнения обязательств по ценным бумагам, выпущенным SPV.

Прежде всего, остановимся на вопросе об упрощенном характере рассмотрения дела о банкротстве таких компаний. Согласно ст. 230.2 Закона РФ «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ⁸⁷ восстановительные процедуры (наблюдение, финансовое оздоровление и внешнее управление) не подлежат применению при банкротстве специализированных обществ. При этом, полагаем возможным согласиться с оправданностью данной меры, ввиду того, что, целевая правоспособность не позволяет допустить увеличение количества активов СОПФ, по отношению к тем, которые были переданы инициатором, следовательно, восстановительные процедуры заведомо не смогут привести к требуемым результатам.

При рассмотрении вопроса о банкротстве проектных компаний обычно выделяют два риска признания SPV несостоятельным: риск добровольного банкротства по заявлению самого должника и риск признания такой компании несостоятельной по заявлению кредиторов должника⁸⁸.

Защищенность компании специального назначения от инициирования банкротства со стороны ее кредиторов обусловлена прежде всего ограничением ее правоспособности, которая снижает общее количество потенциальных кредиторов, и следовательно, уменьшает риск заключения сделок, противоречащих интересам инвесторов по облигациям SPV. Несмотря на то, что как было указано ранее регламентированная в законодательстве правоспособность СОПФ является менее ограниченной по сравнению с таковой у СФО, все же уставом компании предмет и (или) виды деятельности СОПФ могут быть дополнительно ограничены по сравнению с соответствующими

⁸⁷ О несостоятельности (банкротстве): федер. закон от 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. 2002. № 43. Ст. 4190. СПС «КонсультантПлюс».

⁸⁸ Семикова Л. Е., Туктаров Ю. Е. Управление риском банкротства в финансовых сделках // Частное право и финансовый рынок: Сборник статей. М. 2011. № 1. С. 169-217.

положениями законодательства (абз. 3 п. 2 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг). Как и для определения правовой природы специализированных обществ в целом, так и для решения проблемы снижения риска банкротства, вопрос о правоспособности таких обществ представляется наиболее существенным.

На снижение риска банкротства также влияет и порядок создания СОПФ и СФО, который допускает только учреждение таких обществ без возможности их создания путем реорганизации других SPV или иных юридических лиц (п.1 ст. 15.2 Закона о рынке ценных бумаг). При этом оплата уставного капитала допускается только с использованием денежных средств, что ограничивает риск злоупотреблений со стороны учредителей SPV, использующих для оплаты уставного капитала имущество, оценка которого не соответствует действительности или которое в реальности отсутствует в распоряжении такого лица. Также, законодательно предусмотрен запрет уменьшения уставного капитала СОПФ или СФО (п.2 ст. 15.2 Закона о рынке ценных бумаг). Таким образом, все из указанных особенностей порядка создания специализированных обществ позволяют говорить об определенной ограниченности риска банкротства с точки зрения исключения факторов, которые заведомо могли бы привести к неблагоприятному финансовому состоянию общества.

Кроме того, действенным инструментом защиты от банкротства является возможность ограничить в договоре право кредиторов специализированного общества на подачу соответствующего заявления в арбитражный суд наступлением определенного обстоятельства или завершением определенного срока (п. 2 ст. 230.1 и п. 1 ст. 230.5 Закона о банкротстве). Указанная возможность распространяется и на владельцев облигаций такого SPV, чье право на подачу заявления о банкротстве может быть ограничено в условиях эмиссии. Указанный механизм был заимствован из английского права и именуется “non-petition”. Судебная практика в отношении применения данного механизма до сих пор не была сформирована, в связи с чем, мы не можем

спрогнозировать отношение арбитражных судов к условиям и порядку применения данной нормы.

Существенным моментом является и то, что для подачи заявления о банкротстве необходимо проведение общего собрания владельцев облигаций SPV-должника. Так, для подачи представителем владельцев облигаций заявления о признании SPV банкротом необходимо соответствующее решение общего собрания владельцев облигаций. Более того, в случае, если производилось несколько выпусков облигаций, то заявление о банкротстве подается представителем владельцев облигаций старшего транша, тогда как мнение владельцев облигаций младшего транша может не учитываться для указанных целей (п. 1 ст. 230.1 и п. 1 ст. 230.5 Закона о банкротстве). Такое регулирование дополнительно охраняет интересы инвесторов, хотя и допускает игнорирование интересов владельцев облигаций младшего транша.

Некоторые авторы обращают внимание на такую важную особенность, позволяющую смягчить последствия признания специализированного общества банкротом, как запрет наличия штата сотрудников, что приводит к отсутствию кредиторов второй очереди (п. 2 ст. 134 Закона о банкротстве), требования которых подлежат удовлетворению преимущественно по отношению к владельцам облигаций, эмитированных обществом, в отношении которого инициирована процедура банкротства⁸⁹. Однако, как было указано выше, данное ограничение по общему правилу не распространяется на СОПФ, следовательно, в случае его банкротства указанный риск сохраняется.

С другой стороны, в законодательстве был закреплен механизм “limited recourse”, позволяющий защитить интересы части кредиторов по облигациям СОПФ и СФО, когда указанное общество используется для реализации нескольких проектов секьюритизации (в отношении СОПФ – секьюритизаций в рамках инфраструктурных проектов). Суть данного механизма заключается в том, что договор SPV с кредитором или условия выпуска облигаций могут содержать положения, согласно которым даже в случаях, когда после

⁸⁹ См. Кондрацкая М. В. Указ. соч. С. 102.

реализации залогового обеспечения или иного обеспечения по облигациям, требования кредиторов не были удовлетворены ввиду недостаточности обеспечения, данные требования в любом случае будут считаться погашенными (п. 8 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг и ч. 5 ст. 8 Закона об ИЦБ). При этом проблема применения указанного механизма заключается в том, что соответствующее правовое регулирование не ограждает кредиторов от риска наложения на все счета SPV, используемые для обращения денежных средств по нескольким проектам секьюритизации, ареста в рамках рассмотрения дела о взыскании денежных средств кредитором по облигациям, выпущенным для целей лишь одной из секьюритизаций.

Учитывая приведенные механизмы снижения риска банкротства специализированных обществ, а также повышения вероятности удовлетворения требований инвесторов, в случае признания компании банкротом, необходимо прийти к выводу о том, что в общем и целом данные механизмы в большей степени позволяют оградить инвесторов от указанных рисков, в том числе ввиду того, что законодатель учел опыт иностранных юрисдикций в данной сфере и имплементировал в российское законодательство многие из применяемых за рубежом инструментов, включая “limited recourse”, “non-petition” и др.

Заключение

Автор приходит к выводу о том, что единая позиция в отношении понятия секьюритизация как в зарубежной, так и в отечественной литературе отсутствует. Это вызвано во многом объективными причинами, выражающимися в многоаспектности секьюритизации, а также наличии возможности ее структурирования по различным моделям. Как следствие, представляется затруднительным прийти к однозначному мнению о том, какие элементы являются неотъемлемыми признаками данного института, что, в свою очередь, является необходимым условием выведения единого понятия.

В данной работе были рассмотрены основные подходы к понятию секьюритизации. Многие из предложенных в литературе и рассмотренных автором определений либо сосредоточены на отдельных, фрагментарных свойствах секьюритизации, либо подробно раскрывают понятие модели именно секьюритизации активов без учета других ее разновидностей. Однако, учитывая природу секьюритизации как комплексного института, наиболее точно раскрывающими содержание секьюритизации представляются такие определения, которые отражают, с одной стороны, содержание секьюритизации как финансовой техники, а, с другой, указывают на цель ее проведения, а также на используемые при этом юридические конструкции. На основе и с учетом изучения подходов к пониманию секьюритизации в экономической и юридической науках, автором было предложено несколько расширенное определение секьюритизации, которое, на наш взгляд, точно отражает природу данного института. Согласно указанному определению секьюритизация представляет собой совокупность правовых институтов, направленных на юридическое обособление специально созданного имущественного комплекса, содержащего, преимущественно, права требования (в том числе по обязательствам, которые возникнут в будущем) с прогнозируемыми и регулярными поступлениями денежных средств, и используемого в качестве залогового обеспечения по ценным бумагам, эмитируемым специально

созданным юридическим лицом или инициатором секьюритизации с целью привлечения денежных средств.

Также, в работе были раскрыты основные виды секьюритизации и указаны цели, с которыми они применяются. При этом автором был сделан вывод о том, что два из трех наиболее распространенных видов секьюритизации, выделяемых в литературе (синтетическая секьюритизация и секьюритизация бизнеса) по своей природе являются производными от секьюритизации активов, однако с учетом целей их применения и особенностей структурирования соответствующих проектов выделение их в отдельные виды секьюритизации является оправданным.

В рамках рассмотрения специфики секьюритизации инфраструктурных проектов автор осуществил анализ российского законодательства, регулирующего соответствующие правоотношения, а также изучил существующие в научной литературе позиции и пришел к выводу о наличии экономических перспектив в совокупности с юридическими предпосылками для дальнейшего развития указанного института применительно к инфраструктурным проектам. Кроме того, автором было предложено определение инфраструктурного проекта, которое охватывало бы не только проекты реализуемые в отношении объектов недвижимости, но и проекты, по которым созданию подлежит инфраструктура, состоящая полностью или частично из движимого имущества, в том числе из объектов информационных технологий. Так, под инфраструктурным проектом в широком смысле было предложено понимать проект, имеющий существенное или стратегическое значение для развития инфраструктуры муниципального образования, субъекта Российской Федерации или России в целом, предусматривающий проведение строительства, реконструкции, капитального ремонта или иных работ в отношении объектов недвижимости и связанных с ними объектов движимого имущества и/или создание, переработку (модификацию) объектов информационных технологий и/или создание и модернизацию технических средств обеспечения функционирования объектов информационных

технологий и/или предусматривающий дальнейшую эксплуатацию указанных объектов.

Автор пришел к выводу о том, что, несмотря на относительно высокий уровень проработанности, действующее регулирование не позволяет в полной мере реализовать существующий потенциал применения секьюритизации для целей финансирования и рефинансирования инфраструктурных проектов.

Так, автором указывается на необходимость внесения изменений в Закон о рынке ценных бумаг в части расширения правоспособности специализированного общества проектного финансирования. В частности, было предложено:

- закрепить возможность предоставления займов третьим лицам для целей финансирования инвестиционных проектов теми СОПФ, чьи 100% акций (долей участия в уставном капитале) не принадлежат Российской Федерации или ВЭБ;
- прямо предусмотреть возможность выступления СОПФ в качестве частного партнера / концессионера в рамках соглашений о ГЧП / концессионных соглашениях;
- устранить неточности формулировок законодательства, создающих риск такого толкования, согласно которому СОПФ осуществляет свою деятельность для финансирования проектов только по созданию объектов. При этом представляется важным отразить возможность применения СОПФ и в рамках проектов по реконструкции / модернизации / модификации объектов, финансирования эксплуатации уже построенных и введенных в эксплуатацию объектов, а также в рамках рефинансирования проекта.

Кроме того, была высказана позиция, согласно которой с учетом важности обеспечения однородности имущественного комплекса, выступающего пулом активов в рамках секьюритизации, особо актуальным является применение данного института для «коробочных» ГЧП решений.

И наконец, для создания полноценной возможности секьюритизации проектов ГЧП с использованием СОПФ нами предлагается внести в Закон о ГЧП и Закон о концессиях определенные изменения, согласно которым прямо была бы закреплена возможность предоставления согласия публичного партнера / концедента на осуществление уступки прав будущих требований по инвестиционному проекту, а также возможность включения такого согласия на уступку в прямом соглашении между публичным партнером / концедентом и финансирующими проект кредитными организациями. Невозможность уступки прав требований по указанным проектам является существенным недостатком, которая также препятствует развитию секьюритизации в сфере инфраструктурных проектов.

Список использованной литературы

1. Нормативно-правовые акты и иные официальные документы Российской Федерации.

1.1. Федеральные законы.

- 1) О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. – 1996. – № 17. – Ст. 1918. – СПС «КонсультантПлюс».
- 2) О несостоятельности (банкротстве) : федер. закон от 26 окт. 2002 г. № 127-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. – 2002. – № 43. – Ст. 4190. – СПС «КонсультантПлюс».
- 3) Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон от 11 нояб. 2003 г. № 152-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. – 2003. – № 46 (ч. 2). – Ст. 4448. – СПС «КонсультантПлюс».
- 4) О концессионных соглашениях : федер. закон 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. – 2005. – № 30 (ч. 2). – Ст. 3126. – СПС «КонсультантПлюс».
- 5) О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 21 дек. 2013 г. № 379-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации. – 2013. – № 51. – Ст. 6699. – СПС «КонсультантПлюс».
- 6) Об особенностях регулирования отдельных правоотношений, возникающих в связи со строительством, с реконструкцией объектов транспортной инфраструктуры федерального и регионального значения, предназначенных для обеспечения транспортного сообщения между Таманским и Керченским полуостровами, и объектов инженерной инфраструктуры федерального и регионального значения на Таманском и Керченском полуостровах и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 13

июля 2015 г. № 221-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. – 2015. – № 29 (ч. 1). – Ст. 4347. – СПС «КонсультантПлюс».

- 7) О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. – 2015. – № 29 (ч. 1). – Ст. 4350. – СПС «КонсультантПлюс».
- 8) О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 31 дек. 2017 г. № 486-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федерации – 2018. – № 1 (ч.1). – Ст. 70. – СПС «КонсультантПлюс».
- 9) О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федер. закон от 29 июня 2018 г. № 173-ФЗ [Электронный ресурс] // Собр. законодательства Рос. Федер. – 2018. – № 27. – Ст. 3956. – СПС «КонсультантПлюс».

1.2. Нормативные акты федеральных органов исполнительной власти и уполномоченных организаций.

- 10) Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска [Электронный ресурс] : утверждено Банком России 03 дек. 2015 г. № 511-П // Вестн. Банка России. – 2015. – № 122. – СПС «КонсультантПлюс».
- 11) Поручение Президента России по итогам Петербургского международного форума №Пр-1132 от 14 июня 2017 г. [Электронный ресурс]: Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума, состоявшегося 1–3 июня 2017 г. URL:

<http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/54793#sel=15:1:Uhh,15:23:cp>
[h](#) (дата обращения : 15.04.2019).

- 12) Поручение Правительства России по итогам Российского инвестиционного форума «Сочи-2018» №ДМ-П16-1131 от 1 марта 2018 г. [Электронный ресурс] : Поручения по итогам Российского инвестиционного форума «Сочи-2018», состоявшегося 15–16 фев. 2018 г. // URL: <http://government.ru/orders/selection/401/31561/#31561=11:1:29C,11:49:aoh> (дата обращения : 15.04.2019).

1.3. Иные официальные документы органов государственной власти Российской Федерации.

- 13) План мероприятий («дорожная карта») по развитию инструментария государственно-частного партнёрства [Электронный ресурс] : утв. Председателем Правительства Д. А. Медведевым 12 марта 2018 г. // URL: <http://government.ru/news/31625/> (дата обращения : 15.04.2019).

2. Нормативно-правовые акты и иные официальные акты иностранных государств.

2.1. Иные нормативно-правовые акты и официальные документы, принятые в иностранных государствах.

- 14) Consultative Document Asset Securitization. Section 68 [Электронный ресурс] // Basel Committee on Banking Supervision. Supporting Document to the New Basel Capital Accord. – 2001. URL: <https://www.bis.org/bcbs/about.htm> (дата обращения : 29.03.2018).

3. Специальная литература.

3.1. Книги.

- 15) Красавчиков, О. А. Юридические факты в советском гражданском праве. / О. А. Красавчиков. – М.: Государственное издательство юридической литературы, 1958. – 182 с.

- 16) Бэр, Х. П. Секьюритизации активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бэр: пер. с нем. [Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов]. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 588 с.
- 17) Секьюритизация и право / Жан Жоб де Вриз Роббе, Поль Али; пер. с англ. – М.: Волтерс Клувер, 2008. – 554 с.
- 18) Gorton, G. B. Securitization [Electronic resource] / G. B. Gorton, A. Metrick; edited by G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz. – 2011. URL: <https://ssrn.com/abstract=1909887> (дата обращения : 12.04.2019).
- 19) Lindner, P. Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead / P. Lindner, J. Blankenheim. – IMF Working Paper WP/13/255, 2013. – 72 p.
- 20) Schwarcz, S. L. Structured Finance: A Guide to the Principle of Asset Securitization / S. L. Schwarcz. – N.Y.: Practicing Law Institute Press, 2007. – 435 p.

3.2. Статьи.

- 21) Александрова, Н. В. Понятие и виды секьюритизации активов / Н. В. Александрова // Финансы и кредит. – 2007. – № 5. – С. 26-30.
- 22) Белицкая, А. В. Понятие и правовые основы проектного финансирования [Электронный ресурс] / А. В. Белицкая // Юрист. – 2015. – № 11. – С. 31-36. – СПС «КонсультантПлюс».
- 23) Белицкая, А. В. Специализированное общество как специальный субъект предпринимательской деятельности / А. В. Белицкая // Предпринимательское право. – 2015. – № 3. – С. 23–29.
- 24) Белозеров, С. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий / С. А. Белозеров, А. А. Лупырь // Финансы и кредит. – 2010. – № 29. – С. 7-15.
- 25) Бушев, А. Ю. Применение правовых институтов для управления рисками, возникающими в процессе оборота прав требования на

- рынке ценных бумаг: секьюритизация активов [Электронный ресурс] / А. Ю. Бушев // Вестник Санкт-Петербургского Университета. – 2014. – №24. – С. 29-44. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=22532363> (дата обращения : 25.03.2018).
- 26) Бушев, А. Ю. Секьюритизация как правовой институт по управлению рисками, возникающими у участников отношений по обороту прав требования на рынке ценных бумаг / А. Ю. Бушев // Гражданское право. – 2014. – № 3. – С. 7-11.
- 27) Демушкина, Е. С. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги [Электронный ресурс] / Е. С. Демушкина // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 24. URL: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=3789> (дата обращения : 20.03.2018)
- 28) Ерофеев, А. А. Создание и использование SPV как способ снижения риска банкротства компании и защита интересов инвесторов [Электронный ресурс] / А. А. Ерофеев // Современное право. – 2015. – № 10. – СПС «КонсультантПлюс».
- 29) Ушаков, О. В. Новые подходы к оценкам рисков по облигациям, выпускаемым в ходе сделок секьюритизации: инициативы Банка России [Электронный ресурс] / О. В. Ушаков, Д. П. Кабанов // – 2015. URL: <http://epam.ru/files/documents/legal-updates/5658425b5c314.pdf> (дата обращения : 28.03.2018).
- 30) Малицкая, Е. А. Понятие инфраструктурного проекта и управление его жизненным циклом [Электронный ресурс] / Е. А. Малицкая // Экономика регионов. – 2014. – № 3. – СПС «КонсультантПлюс».
- 31) Мурыгин, А. Проектные облигации: новые возможности и вызовы / А. Мурыгин // Cbonds review. – №1. – 2019. – С. 53-55.

- 32) Никонова, И. А. Проблемы развития проектного финансирования в России / И. А. Никонова // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2014. – № 12. – С. 93-99.
- 33) Нуриев А. Х. Ограничение риска банкротства компании через использование SPV [Электронный ресурс] / А. Х. Нуриев // – Закон. – 2014. – № 10. – СПС «КонсультантПлюс».
- 34) Рачкевич, А. Ю. Секьюритизация: характерные признаки и определения / А. Ю. Рачкевич, И. А. Алексеева // Деньги и кредит. – 2008. – № 8. – С. 22-31.
- 35) Родин, А. А. ГЧП: основные модели и особенности применения / А. А. Родин // ЭЖ-Юрист. – 2015. – № 17. – С. 4-5.
- 36) Пенкина, И. А. Рынок секьюритизации активов / И. А. Пенкина // Биржевое обозрение. – 2007. – № 5. – С. 9-14.
- 37) Полонецкая, Е. В. Развитие института секьюритизации / Е. В. Полонецкая // Корпоративное право: актуальные проблемы: сб. ст. – М., 2015. – С.122-140.
- 38) Попов, М. С. Понятие инфраструктурных проектов и специфика их правовой природы / М. С. Попов // Труды Института государства и права Российской академии наук. – 2015. – № 6. – С. 50-60.
- 39) Семикова, Л. Е. Управление риском банкротства в финансовых сделках / Л. Е. Семикова, Ю. Е. Туктаров // Частное право и финансовый рынок: сб. ст. – М, 2011. – № 1. – С. 169-217.
- 40) Суслов, Р. Э. Неипотечная секьюритизация в России: есть ли будущее? [Электронный ресурс] // Банковское обозрение. – 2015. – №1/ 1 полугодие. – СПС «КонсультантПлюс».
- 41) Туктаров, Ю. Е. Основные идеи ипотечных ценных бумаг / Ю. Е. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 5. – С. 65-72.
- 42) Туктаров, Ю. Е. Секьюритизация и инвестиционные фонды / Ю. Е. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 16. – С. 8-16.

- 43) Туктаров, Ю. Е. Секьюритизация прав требования в инфраструктурных проектах / Ю. Е. Туктаров // Cbonds review. – 2009. – №1. – С. 80-83.
- 44) Ruchard, W. Gorvett. Insurance securitization: the development of a new asset class / W. Gorvett Ruchard // Casualty Actuarial Society “Securitization risk”. Discussion Paper Program. – 1999 (без указания страниц).
- 45) Schwarcz, S. L. The alchemy of asset securitization / S. L. Schwarcz // Stanford journal of law, business, and finance. – 1994. – Vol. 1. – P. 133-153.

3.3. Диссертации и авторефераты диссертаций.

- 46) Афанасьева, Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики: дисс. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / Т. И. Афанасьева. – Иркутск, 2008. – 212 с.
- 47) Владыкин, А. А. Правовое регулирование рынка ипотечных ценных бумаг: дисс. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / А. А. Владыкин. – М., 2007. – 130 с.
- 48) Горлина, Е. Ю. Моделирование секьюритизации банковских активов в Российской Федерации: дисс. ... канд. экономич. наук : 08.00.13 / Е. Ю. Горлина. – М., 2013. – 174 с.
- 49) Кузьмин, В. А. Секьюритизация в финансировании и рефинансировании инфраструктурных проектов: дисс. ... канд. экономич. наук : 08.00.10 / В.А. Кузьмин. – М., 2014. – 163 с.
- 50) Кондрацкая, М. В. Правовое обеспечение интересов инвесторов при секьюритизации активов: дисс. ... канд. юридич. наук : 12.00.03 / М. В. Кондрацкая. – М., 2017. – 258 с.

4. Интернет-ресурсы.

- 51) What role did securitization play in the U.S. subprime mortgage crisis? [Электронный ресурс] // URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041515/what-role-did->

securitization-play-us-subprime-mortgage-crisis.asp (дата обращения : 30.02.2019).

- 52) Проект Федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций».
[Электронный ресурс] // URL:
<http://www.lin.ru/document.htm?id=5379897176613531897> (дата обращения : 05.04.2019).
- 53) Официальный интернет-сайт АО Газпромбанк [Электронный ресурс] // URL: <https://www.gazprombank.ru/press/48736> (дата обращения : 28.03.2019).
- 54) Официальный интернет-портал Федеральной Налоговой Службы РФ [Электронный ресурс] // Режим доступа:
<https://egrul.nalog.ru/index.html>.
- 55) Recent Developments in Securitization [Electronic resource] // European Central Bank. – 2011. – 43 p. URL:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf?4a200da9d1bd95b49f429bfe5886a1ba> (дата обращения : 04.03.2019).