



**Малиновский М.**  
Партнер Legal Capital Partners

## ИПОТЕЧНЫЕ БУМАГИ В ЗАКОНЕ

*[Оригинальная статья была опубликована в журнале «CBONDS REVIEW» за июнь 2011 г.]*

**З**а последние пять лет участники российского рынка ценных бумаг привыкли к существованию такого вида секьюритизации, как выпуск ипотечных облигаций. Можно констатировать завершение этапа становления этой конструкции и попытаться определить дальнейшие тенденции развития законодательства в данной области. Уже сейчас можно говорить о том, что оно будет происходить под влиянием факторов, сложившихся в результате финансового кризиса.

Российское законодательство в сфере секьюритизации и рынок следуют за соответствующей международной практикой, предоставляющей богатый материал как в научном, так и в практическом плане (с этой точки зрения необходимо обратить внимание на затрагивающие глобальный финансовый рынок изменения законодательства США). Новые подходы в

американском законодательстве уже в скором времени могут отразиться на регулировании секьюритизации в других странах, в том числе и в России. Эти изменения затронут отношения участников рынка на всех этапах «жизни» секьюритизации:

- 1) этап появления финансового актива и формирования пула, что предполагает разработку национальных стандартов кредитования и контроля качества заемщиков на момент оригинации кредита,
- 2) стадия определения условий выпуска ценных бумаг и степени их обеспеченности (через сохранение кредитного риска на оригинаторе) в зависимости от вида секьюритизируемого актива и использованных стандартов оригинации портфеля,
- 3) мониторинг финансовых рисков пула (в том числе, в ходе обращения бумаг) через кредитный рейтинг. В отличие от формально фиксированных в законодательстве показателей, которым должен соответствовать секьюритизируемый портфель (например, определенный размер LTV для выпуска ипотечных бумаг), предполагается, что более качественно отражать существующие риски должен присваиваемый агентствами кредитный рейтинг. Роль рейтинговых агентств для рынка на данном этапе требует адекватного регулирования их статуса и ответственности.

В России указанные выше тенденции пока не нашли полного воплощения в законотворческой деятельности и являются предметом обсуждений. Некоторые выводы о том, как будет строиться национальное регулирование рынка в краткосрочной перспективе можно сделать, проведя анализ законопроекта «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах»<sup>1</sup>, опубликованный на сайте ФСФР 24 января 2011 года.

### **DODD-FRANK АКТ: ЦЕЛЬ РЕГУЛИРОВАНИЯ – РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА И СИСТЕМНЫЕ РИСКИ**

<sup>1</sup> [http://www.fcsf.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id\\_3=6972&year\\_3=2011&month\\_3=1](http://www.fcsf.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id_3=6972&year_3=2011&month_3=1)

Результатом политических обещаний президента США навести порядок на Уолл-стрит стало появление специального закона – Dodd-Frank Act (полное название Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act., подписан президентом США 21 июля 2010 года). Предметом данного закона является широкий спектр общественных отношений в сфере финансовых услуг и экономической стабильности (в том числе, закон предусматривает создание специального коллегиального органа, отслеживающего системные экономические риски). Полное вступление в силу норм Dodd-Frank Act растянется на несколько лет, так как связано с принятием большого количества подзаконных актов<sup>2</sup>.

Краткий анализ нового закона указывает на то, что американская политическая элита признала в качестве основной причины кризиса чрезмерные финансовые риски, принятые финансовой системой вследствие халатного отношения определенна его участников<sup>3</sup> и недостаточной транспарентности рынков секьюритизации (asset backed securities) и деривативов.

Не останавливаясь на институциональных особенностях закона и коренном изменении регулирования рынков деривативов, можно выделить в нем основные моменты, затрагивающие рынок структурированные ценных бумаг.

## 1. Нормативное требование к деятельности рейтинговых агентств

Рейтинговые агентства как институты, призванные обеспечить рынок достоверной информацией о степени риска финансовых продуктов, теперь являются официальными участниками сделок секьюритизации, в результате чего их деятельность становится предметом особого регулирования.

Причиной подобных нововведений стало отсутствие на протяжении долгого времени нормативных правил, предусматривают их механизмы предупреждения конфликта интересов рейтинговых агентств и инвесторов, который в данном случае достаточно очевиден.

Начиная с конца 70-х годов рейтинговые агентства перешли на бизнес-модель, при которой рейтинг заказывает и оплачивает не инвестор как это было ранее, поскольку именно он являлся потребителем рейтинговых услуг), а сам эмитент<sup>4</sup>. В силу того что заемщик заинтересован в хорошем рейтинге, он подключает рейтинговые агентства к сделке еще на ранней стадии ее подготовки, в частности в ходе структурирования ее юридическом модели. Этот факт нивелировал, по мнению некоторых специалистов, роль рейтинговые агентств как беспристрастного арбитра. Стоит отметить, что в США регулированию деятельности рейтинговых агентств до этого уже был посвящен специальный акт (Credit Ratings Act of 2006), а возможность привлечения их к ответственности рассматривалась также в рамках судебных процессов<sup>5,6</sup>.

Отныне Dodd-Frank Act предписывает, что проспект ценных бумаг должен указывать, находится ли выпуск ABS под условием присвоения какого-либо рейтинга агентством, которому придается статус

---

<sup>2</sup> Высказывается позиция о необходимости принятия более чем 270-300 подзаконных актов — [http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910\\_Financial\\_Reform\\_Summary.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf).

<sup>3</sup> В первую очередь хедж-фондов и originаторов ипотечных кредитов, не отслеживавших кредитоспособность своих заемщиков в надежде продать активы участникам фондового рынка.

<sup>4</sup> Jonathan S. Sack and Stephen M. Juri “Rating Agencies: Civil Liability Past and Future” New York law journal, vol. 238, 5.11.2007. [http://www.maglaw.com/publications/data/00144/\\_res/id=sa\\_File1/07011070002Morvillo.pdf](http://www.maglaw.com/publications/data/00144/_res/id=sa_File1/07011070002Morvillo.pdf).

<sup>5</sup> County of Orange v. McGraw Hill, Compuware Corp.v. Moody's Investors Servs. Inc, Jefferson County Sch. Dist. v. Moody's Investors Servs., Inc. и т.д.

<sup>6</sup> Uwe Blaurock, Control and Responsibility of Credit Rating Agencies, vol. 11.3 ELECTRONIC JOURNAL OF COMPARATIVE LAW, (December 2007), <http://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>.

H.A. de Savornin Lehman & M.G. van 't Westeinde, Control and Liability of Credit Rating Agencies under Netherlands Law, vol. 11.1 ELECTRONIC JOURNAL OF COMPARATIVE LAW, (May 2007), <http://www.ejcl.org/111/article111-18.pdf> и др.

профессионального эксперта. Кроме того, проспект должен указывать на обязательства такого рейтингового агентства проводить мониторинг присвоенного рейтинга.

Предметом спора после вступления в силу данных норм нового закона стало положение (в силу правила 436, принятого в соответствии с Законом о пенных бумагах 1933 года<sup>7</sup>), предписывающее рейтинговым агентствам отныне выдавать письменное заключение (written consent), подлежащее включению в проспект и, следовательно, представляемое также регистрирующему органу при подаче документов. Данное правило фактически ставит рейтинговые агентства с точки зрения закона и подхода к их ответственности на одну ступень с выдающими заключение юридическими фирмами и аудиторами.

Практика ответственности экспертов за выданные ими советы и заключения является неотъемлемой частью развитых фондовых рынков во всем мире и англо-саксонской правовой системы. Данный принцип является базовым для понимания как новой роли рейтинговых агентств, так и роли юридического заключения (legal opinion) в структуре развитого финансового рынка.

В то же время, как показала практика, рейтинговые агентства не готовы к подобному регулированию. Результатом этого стал их отказ в выдаче эмитентам указанного written consent. Интерес в связи с этим представляет поведение регулятора (The securities and Exchange Commission), издавшего 23 ноября 2010 года в целях защиты интересов участников рынка и с учетом возникшей неопределенности на рынке в связи с появлением нового закона особое письмо (no action letter<sup>8</sup>). Фактически письмо рекомендует не принимать каких-либо негативных действий против эмитентов пенных бумаг, обеспеченных пулом активов (ABS), не раскрывающие в проспекте сведения о рейтинговом агентстве, если оно уклоняется от выдачи указанного выше written consent. Данная «индальгенция» будет действовать до особой инструкции комиссии и сложно не оценить ее позитивное влияние на рынок в целом<sup>9</sup>.

## 2. Сохранение части нехеджируемого кредитного риска

Организатор сделки секьюритизации и оригинатор должны будут принимать на себя часть риска (5%), продаваемого рынку через ценные бумаги финансового актива. По общему правилу, указанные лица не должны хеджировать данный риск<sup>10</sup>.

Логика данных правил достаточно простая. Если причиной появления кризиса стала выдача значительного количества кредитов клиентам с низким кредитным рейтингом в надежде на реализацию такого актива в дальнейшем рынку, компании, обеспечивающие формирование финансового актива (оригинаторы ипотечных кредиторов) и организаторы сделок секьюритизации должны обеспечивать определенную «подушку безопасности» инвесторам. Достигается это через сохранение за ними кредитного риска в отношении части секьюритизируемого портфеля.

С точки зрения практики российских сделок данное правило вряд ли оказало бы существенное влияние на рынок в России, поскольку в ней уже выработались механизмы сохранения части кредитного риска на оригинаторе через приобретения им младшего транша (equity), размер которого зачастую значительно превышает 5%.

Соответственно, понимая это, он вынужден следить за качеством продаваемого актива, так как любом потенциальный дефолт по секьюритизированному кредиту ударит в первую очередь по его

<sup>7</sup> Rule 436, Consents Required in Special Cases.

<sup>8</sup> <http://sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2010/ford072210-1120.htm>.

<sup>9</sup> При этом 18 мая 2011 года SEC опубликовала новые предложения по регулированию рейтинговых агентств – <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-113.htm>.

<sup>10</sup> [http://davispolk.com/files/publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/presentation/publicationattachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910\\_Financial\\_Reform\\_Summary.pdf](http://davispolk.com/files/publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/presentation/publicationattachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf). стр. 82

финансовому вложению в младший трансп. Выработка этого принципа является результатом саморегулирования отечественного рынка.

### **3. Разработка и применение «высоких» стандартов андеррайтинга корпоративных кредитов и «национальные квалифицированные ипотечные кредиты»**

Указанное выше требование о сохранении кредитного риска не должно использоваться в некоторых случаях, среди которых применение оригинатором высоких стандартов выдачи ипотечные кредитов.

#### **ВЕРА В ВЫДАВАЕМЫЙ ИПОТЕЧНЫЙ КРЕДИТ**

Новый закон предписывает создание правил, обеспечивающих веру кредиторов в качество выдаваемых ими кредитов. Проект таких правил в отношении ипотечных кредитов можно найти на сайте Федеральной резервной системы<sup>11</sup>. Правила должны быть приняты Бюро по финансовой защите потребителей (The Consumer Financial Protection Bureau).

Разработку всех указанных выше правил не стоит рассматривать как ухудшение положения кредитных организаций через установление чрезмерные барьеров. По нашему мнению, их цель скорее состоит в том, чтобы закрыть недостаточно предусмотрительным кредитным организациям путь к рефинансированию финансовых активов у инвесторов, работающих на фондовом рынке. Возможное снижение уровня финансирования не должно рассматриваться иначе как очищение рынка. Безусловно, данные утверждения справедливы только лишь при условии высококлассном разработки указанных выше подзаконных актов, адаптирующих нормы закона.

#### **О РЕГУЛИРОВАНИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ В РОССИИ**

В связи с признанием в России за рейтинговыми агентствами особого статуса на рынке облигаций для нас также становится актуальным вопрос об определении содержания этого статуса и ответственности рейтинговые агентств перед пользователями рейтинговых услуг. В России на текущий момент этот вопрос в законодательстве не решен. В то же время, с учетом практики иностранного регулирования стоит признать его весьма актуальным.

Сегодня в силу нормативного закрепления от позиции рейтинговых агентств зависит:

- «разрешение» на размещение материально не обеспеченных облигаций хозяйственных обществ (п. 3 4. 3 ст. 27.5-4 Закона о рынке ценных бумаг) через присвоение рейтинга;
- допуск на российский рынок облигаций иностранных эмитентов<sup>12</sup>;
- включение облигаций в Ломбардный список Центрального банка (возможность повышения ликвидности облигации)<sup>13</sup>.

Но самое главное для цели данной статьи – это то, что от присвоения рейтинга зависит успех секьюритизации ипотечных кредитов, поскольку он является необходимым условием для привлечения в ипотечные пенные бумаги долгосрочных средств в виде пенсионных накоплений<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20110419a1.pdf>.

<sup>12</sup> Ч. 1 п 31 Приказа ФСФР РФ от 09.02.2010 № 10-5/пз-н «Об утверждении Положения о составе и порядке расчета показателей, характеризующих уровень ликвидности (предполагаемой ликвидности) и уровень инвестиционного риска ценных бумаг, на основании которых федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг принимается решение о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации\* (зарегистрирован в Минюсте РФ 22.03.2010 № 16675).

<sup>13</sup> П. 2 1 Указания Банка России от 27 11.2003 № 2134-У {рей от 25 10.2010) «О перечне пен-ныч бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России» (зарегистрированы в Минюсте РФ 17 12.2003 №12875).

<sup>14</sup> Постановление Правительства РФ от 30 06.2003 № 379.

С нашей точки зрения, абсолютно очевидно следующее: наделив рейтинговые агентства особым статусом, государство в скором времени будет вынуждено создать систему регулирования их ответственности и обеспечения независимости принятия решений<sup>15</sup>

## **ПРОЕКТ «О ВНЕСЕНИИ ИЗМЕНЕНИЙ В ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАКОН «ОБ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГАХ»<sup>16</sup>**

Данный законопроект во многом направлен на легитимацию уже существующей на рынке практики. Так, среди прочего, предлагается дополнить правоспособность ипотечного агента возможностью «привлекать займы и кредиты». По сути, данное положение лишь переводит в ранг нормативного правила уже применявшуюся ранее технику сделки, при котором эмитент ипотечных ценных бумаг привлекал заем (чаще всего от originатора), в том числе для вывода избыточных доходностей по пулу кредитов [так называемый субкредит, subloan).

Законопроект также предлагает фиксировать в уставе ипотечного агента количество выпусков ценных бумаг, для совершения которых он создается.

Предлагается введение термина «субординированные выпуски облигаций», который должен заменить используемое ранее понятие «эмиссии двух и более выпусков облигаций с одним ипотечным покрытием».

Планируемым существенным изменением законодательства можно признать устранение требования по LTV (loan to value – отношение секьюритизируемого займа к стоимости обеспечивающего его имущества) для секьюритизируемого актива (в настоящее время показатель должен быть не ниже 80%). По всей видимости, регулирование, устраняя жесткие требования к оригинируемому для секьюритизации финансовому активу, двигается в данном случае в сторону создания практики оценки рисков рынком самостоятельно. Как показано выше, это, скорее всего, будет означать очередном рост значения рейтинговых агентств (оценивающих и анализирующих данные риски) для фондового рынка.

В упомянутом законопроекте планируется установить дополнительное регулирование порядка досрочного погашения облигаций (включая срок предъявления требования и порядок раскрытия информации о нем). В случае эмиссии двух и более субординированных друг к другу выпусков требования владельцев о досрочном погашении принадлежащих им облигаций каждой субординированной очереди должны будут удовлетворяться в порядке установленной очередности, если иное не предусмотрено решениями о выпуске указанных облигаций.

Исходя из вышесказанного, очевидно, что кардинальных изменений регулирования ипотечных ценных бумаг в отечественном законодательстве в связи с принятием законопроекта «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» ожидать не стоит.

---

<sup>15</sup> В России в течение последнего десятилетия предпринимались попытки на законодательном уровне внедрить в инфраструктуру мобильного публичного выпуска фигуру, которая а) могла бы проводить собственную независимую экспертизу выпускаемых ценных бумаг и б) неслась бы ответственность за свои оценки. Речь идет об уполномоченных финансовых консультантах. К сожалению, а может быть, к счастью, институт финансовых консультантов не развился, и требование об обязательности подписания проспектов ценных бумаг финансовым консультантом было отменено

<sup>16</sup> Опубликован на сайте ФСФР России – [http://www.fcsm.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id\\_3=6972&year\\_3=2011&month\\_3=1](http://www.fcsm.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id_3=6972&year_3=2011&month_3=1).