

Об авторе

Тим Лассен, доктор права (Германия)¹, адвокат (*Rechtsanwalt*) (г. Москва).

С марта 1998 г. по сентябрь 2005 г. автор, будучи юристом Ассоциации немецких банков — эмитентов закладных листов (*vdp* — бывш. Ассоциация немецких ипотечных банков, *VdH*), курировал вопросы ипотечного законодательства, международных связей, системного маркетинга. Помимо этого, он отвечал за деятельность Ассоциации в странах Центральной и Восточной Европы, внедряющих систему ипотечных банков и ипотечных облигаций (*Covered Bonds*), а также вел работу по совершенствованию законодательства об ипотечном кредитовании.

В октябре 2005 г. перешел на работу в банк *Eurohypo AG* (Германия, фирменное название с 2012 г. «Ипотекенбанк Франкфурт АГ») в отдел инвестиционных услуг для корпоративных клиентов за рубежом. В сентябре 2007 г. он был назначен заместителем главы представительства банка *Eurohypo AG* в Москве и до января 2014 г. курировал вопросы ипотечного кредитования в России (в том числе сбор информации (*due dilligence*), моделирование денежных потоков (*cash flows*), структурирование кредитов, подготовку индикативных и обязывающих предложений, процедуру одобрения кредита внутри банка, согласование кредитной документации и текущее сопровождение кредитов, выданных для строительства новых и финансирования или рефинансирования существующих объектов коммерческой недвижимости, и реструктуризацию выданных кредитов).

В настоящее время работает в холдинге «Пермская финансово-производственная группа» (ПФПГ Холдинг):

- февраль — июнь 2014 г. — директор по международно-правовым вопросам ООО «ПФП-группа»;
- с июля 2014 г. — генеральный директор ООО «УМА Кэпитал» (*UMA Capital*), входящего в состав ПФПГ Холдинг. Общество занимается управлением объектами коммерческой недвижимости в Москве.

С мая 2016 г. является членом совета директоров АО «ЭР-Телеком Холдинг».

¹ В 2008 г. в Кильском университете имени Кристиана Альбрехта (Германия) автор защитил диссертацию на тему «Ипотека в российском праве как средство кредитного обеспечения».

С 2011 г. – член круглого стола «Законодательное регулирование *Covered Bonds*», работающего под эгидой *vdp*. Целью этого круглого стола является выработка мер по повышению прозрачности законодательства о *Covered Bonds* в Европе.

Кроме того, с 2005 г. автор является соинициатором и членом круглого стола «Залог недвижимости», который тоже существует под эгидой *vdp*. На нем эксперты из 30 стран Европы, Японии и Северной Америки изучают и сравнивают догматические основы и практическое использование залога недвижимости в разных странах.

Является автором многочисленных публикаций, освещающих юридические аспекты деятельности ипотечных банков, эмиссии ипотечных облигаций (*Covered Bonds*), а также ипотечного кредитования в Европе. Часто выступает с докладами на эти темы.

Вступительное слово

Основной работой доктора права Тима Лассена «Банковские ипотечные ценные бумаги (*Covered Bonds*) в России и за рубежом» является подготовленный им раздел исследования в области секьюритизации, проведенного группой специалистов для Банка России в 2017 г. Унаследовав от вышеупомянутого исследования базовую структуру и выбор юрисдикций, рассматриваемых в качестве примеров, настоящая работа вместила в себя большой объем тщательно переработанной и обновленной информации, дополненной авторским видением развития российского законодательства в области *Covered Bonds*.

Настоящая работа интересна, помимо прочего, анализом законодательства по *Covered Bonds* России и европейских юрисдикций. В ней очень точно показано единство многообразия правовых основ *Covered Bonds* в Европе. Подробно описывается законодательство Европейского союза, *UCITS* (Директива об инвестициях), *CRR* (Регламент о требованиях к капиталу), затрагивается вопрос гармонизации законодательства ЕС по *Covered Bonds*.

В монографии доктора Лассена подробно излагаются преимущества *Covered Bonds* как с точки зрения эмитента, так и с точки зрения инвестора. Тема предотвращения риска недобросовестности (*Moral Hazard*), получившая импульс в кризис 2007–2008 гг. и развиваемая в настоящее время Нассимом Талебом (*Skin in the Game*), также нашла свое отражение на страницах настоящей работы. В книге описываются возможности использования *Covered Bonds* в качестве инструмента финансирования реальной экономики и банковского рефинансирования.

Большое внимание в работе уделено эмитенту *Covered Bonds* и схеме выпуска *Covered Bonds*. Подробно воссоздаются различные структурные модели эмитента: «Эмитент – узкоспециализированная кредитная организация», «Эмитент – специализированный ипотечный банк», «Эмитент – универсальный банк», «Эмитент – банк, покрытие передается *SPV*», «Пулинг».

Автор работы показывает отличия *Covered Bonds* от *ABS*, рассказывает о внебалансовой секьюритизации в Европе в 2017 г. и положении *Covered Bonds* в Европе в конце 2017 г. Также он указывает на то, что *Covered Bonds* – это балансовый инструмент рефинансирования, в отличие от *MBS*, *Covered Bonds* – это банковские облигации, и они могут иметь более длительные сроки погашения, чем *MBS*.

Отдельным большим достижением господина Лассена является проведенный им анализ структурных элементов регулирования *Covered Bonds*: принципа покрытия, контроля массы покрытия (*Cover Pool Monitor, CPM*), реестра покрытия, управления активами и пассивами, избыточного обеспечения (*Over-Collateralization*), деривативов, динамической массы покрытия, инструментов управления специальными рисками, прозрачности, специального надзора со стороны государства. В работе подробно описываются различные режимы погашения: жесткие *Covered Bonds* с разовым погашением (*Hard Bullet*), мягкие *Covered Bonds* с разовым погашением (*Soft Bullet*), условные сквозные *Covered Bonds* (*Conditional pass-through structures*); производится сравнение *Soft Bullets* и *Pass-Through*.

Автор излагает основные различия в подходах к регулированию внебалансовой секьюритизации и *Covered Bonds*. Говоря о регулировании внебалансовой секьюритизации, он описывает расчет весовых коэффициентов рисков, долю ценных бумаг, остающуюся у оригинатора или спонсора, комплексную экспертизу (*Due Diligence*) и планируемое регулирование. Изучая регулирование *Covered Bonds*, автор рассматривает кредитные организации и страховые компании как инвесторов.

Чрезвычайно интересной представляется обозначенная доктором Лассеном тема регуляторных предпочтений *Covered Bonds* на нормативном уровне. В последние несколько лет *Covered Bonds* обеспечили себе привилегированное отношение по сравнению с другими классами активов, что соответствует сильным сторонам и низким рискам этого продукта. В этом контексте автор затрагивает темы расчета кредитного риска в банках, *Solvency II*, освобождения от участия в оздоровлении банка (*No Bail-In*), показателя краткосрочной ликвидности (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*), операций РЕПО, обременения активов (*Asset encumbrance*), освобождения от требований по крупным кредитам и инвестиционных ограничений для фондов.

Особого интереса заслуживают приведенные в настоящей работе предложения по развитию *Covered Bonds* в России. Подробно описываются преимущества системы *Covered Bonds*, инфраструктура *Covered Bonds*, предварительные требования к финансовым рынкам, предварительные требования для развития успешного рынка *Covered Bonds*, такие как надежное законодательство по *Covered Bonds*, независимый и надежный надзор со стороны государства, надежная регуляторная поддержка, надежная законодательная поддержка, равное отношение к государственным облигациям, надежная защита активов покрытия.

Автором проработаны предложения для развития законодательства по *Covered Bonds*, вопросы выбора модели, требований к покрытию и массе покрытия, смягчения рисков массы покрытия, оценки, частоты мониторинга (переоценки), пределов рефинансирования, банкротства эмитента, системы специального государственного надзора и администрирования, требований к прозрачности, условий для мягких структур погашения (*soft bullet*) и условных сквозных (*conditional pass through*) *Covered Bonds*.

Следует отдельно отметить фундаментальность отсылочной базы работы доктора Лассена. Для написания настоящего труда автор привлек чрезвычайно мощный арсенал источников и литературы, приведенный им в конце данной работы.

Правовая среда *Covered Bonds* постоянно развивается. Поэтому настоящую работу стоит воспринимать не как последнее слово, сказанное по теме *Covered Bonds*, но как начало конструктивного обсуждения законодательств России, Европейского союза и других стран по *Covered Bonds* на русском языке.

*Первый заместитель
Председателя Банка России
С.А. Швецов*

Введение

Covered Bonds — это один из крупнейших сегментов европейского рынка капитала. Учитывая, что найти разнообразную и подробную информацию о рынке *Covered Bonds* несложно, тем более удивительно, как мало существует публикаций, касающихся законодательства по *Covered Bonds*. Даже в Германии, которая по-прежнему остается крупнейшим рынком *Covered Bonds* в Европе, работы, подробно описывающие законодательную базу по *Covered Bonds*, — это редкий случай. Примером могут служить регулярные публикации Отмара Штёкера в Настольной книге банковского права¹, совместное исследование Тима Лассена и Отмара Штёкера «Пфандбриф и реестр рефинансирования» (2015)² и (в качестве вспомогательного источника) сборник материалов по законодательству Тима Лассена «10 лет Закону о пфандбрифах» (2015).

В качестве независимого «мозгового центра» для совместной работы ведущих аналитиков по *Covered Bonds* и экспертов в сфере законодательства по *Covered Bonds* из разных стран Ассоциацией банков — эмитентов пфандбрифов Германии (*vdp, Berlin*) организован круглый стол «Законодательное регулирование *Covered Bonds*». В рамках круглого стола в этом направлении ведется значительная работа. В частности, был разработан опросник, который обеспечивает легкий доступ к информации и юридическим данным, касающимся законодательства по *Covered Bonds*. Результаты работы этой группы экспертов публикуются поэтапно.

Другой площадкой для обсуждения являются Центрально-Европейские конференции по *Covered Bonds*, которые также проводятся по инициативе Ассоциации банков — эмитентов пфандбрифов Германии (*vdp*) ежегодно с 1997 г. На этих ежегодных конференциях обсуждаются фундаментальные вопросы, касающиеся системы *Covered Bonds*³.

Европейская служба банковского надзора (*EBA*) провела масштабную работу в части сбора и структурирования огромных объемов ин-

¹ Последняя публикация вышла в 2017 г.

² Указанная публикация была подготовлена в качестве учебного материала для специальных курсов в *vdh Pfandbrief Akademie* (www.vdppfandbriefakademie.de).

³ Материалы отдельных конференций см.: URL: <https://www.pfandbrief.de> («*Agenda*» — «*Think Tank*» — «*Central European Covered Bond Conferences*»).

формации по юридическим рамкам *Covered Bonds* в странах – членах ЕС (EBA, 2016).

В плане сравнения различных законодательных систем и обсуждения актуальных вопросов полезным является Справочник по Европейским *Covered Bonds*, ежегодно публикуемый Европейским советом по *Covered Bonds* (ECBC). В него входит глава о российской системе *Covered Bonds* (подготовленная автором настоящего издания).

В России также имеется ряд работ, посвященных секьюритизации (при этом авторы очень по-разному понимают этот термин). В начале 2000-х гг. в некоторых публикациях проводились различия между «немецкой ипотекой» и «американской ипотекой», но без глубокого анализа правового поля обеих систем и их различий.

С 2008 г. в России выпускается ЭРС. В этом сборнике тематических материалов содержится очень полезная информация, однако основное внимание в нем уделяется внебалансовой секьюритизации.

Соответственно, видимо, настоящая работа является первой публикацией в России, касающейся структуры законодательства о *Covered Bonds* в ряде европейских юрисдикций, включая Россию, и анализирующей характеристики различных систем *Covered Bonds*.

Основой нашего исследования стал проект Банка России по секьюритизации, разработанный в 2017 г.¹ Руководил проектом кандидат юридических наук, доцент кафедры гражданского и предпринимательского права Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» Антон Сергеевич Селивановский. В проект входил раздел о *Covered Bonds*, который был подготовлен автором настоящей книги.

Для данной работы этот раздел был тщательно переработан. От проекта Банка России остались базовая структура и выбор юрисдикций, рассматриваемых в качестве примеров (США, Великобритания, Германия, Нидерланды, Люксембург и Франция). Переработанный материал содержит ряд мыслей о том, в каком направлении следует далее разрабатывать российское законодательство по *Covered Bonds*, учитывая общие черты, типичные для различных европейских юрисдикций.

Правовая среда, лежащая в основе *Covered Bonds* в Европе, представляет собой пестрый ландшафт с большим количеством общих черт для многих стран и большим разнообразием практически во всех деталях. Для обеспечения минимального уровня защиты инвесторов Европей-

¹ Отчет о научно-исследовательской работе по теме «Развитие рынка секьюритизации в России с учетом лучших мировых практик».

ская комиссия (после периода длительной подготовки) опубликовала летом 2018 г. свои предложения по гармонизации характеристик *Covered Bonds*. Мы также рассматриваем эту тенденцию. По нашему мнению, она станет основной темой для обсуждения в ближайшем будущем и установит новые стандарты, в том числе для стран, не входящих в ЕС и желающих усовершенствовать свое законодательство о *Covered Bonds*.

Таким образом, настоящую работу не следует рассматривать как окончательную публикацию по *Covered Bonds*. Так как правовая среда по *Covered Bonds* постоянно развивается, в последующие годы необходимы дальнейшие публикации по этой теме, рассматривающие и анализирующие изменения в текущей ситуации на русском языке.

Автор надеется, что книга, во-первых, станет стабильной основой для дальнейших обсуждений, практического развития и научных публикаций о законодательстве России, ЕС и других стран по *Covered Bonds* на русском языке, а во-вторых, даст российским юристам и экспертам по ипотечным ценным бумагам представление о текущих дискуссиях в Европе.

А. Понятие обеспеченных облигаций (*Covered Bonds*)

І. Введение¹

За последние 20 лет рынок *Covered Bonds* развился в наиболее важный сегмент частных облигаций на европейских рынках капитала, объем которого по состоянию на конец 2016 г. составил 2,5 трлн евро. Сегодня рынки *Covered Bonds* существуют (т.е. эмиссия происходит на регулярной основе) в 23 различных странах Европы. Кроме того, существует ряд европейских стран, которые находятся в процессе пересмотра или принятия законодательства по *Covered Bonds* (Эстония, Хорватия, Австрия)².

Вне ЕЭП (*EEA*) некоторые страны (Австралия, Канада, Новая Зеландия, Сингапур и Южная Корея) уже имеют заслуживающие упоминания активные рынки *Covered Bonds*, кроме того, многие приняли законодательство по *Covered Bonds* (например, Турция, Россия). Другие страны, где целесообразно создание рынков обеспеченных облигаций, — это страны, входящие в состав ОЭСР, такие как США, Япония, Мексика, Чили, а также такие страны, как Бразилия, Индия или Таиланд, если они смогут обеспечить соответствующий уровень законодательства по *Covered Bonds*³ (рис. 1).

Covered Bonds играют значительную роль в банковском финансировании, так как они предоставляют кредиторам экономичный инструмент долгосрочного финансирования ипотечных кредитов и государственного сектора, а также обеспечивают инвесторам наилучшее качество кредитного риска по кредитным учреждениям. Данный инструмент доказал свою жизнеспособность в качестве инструмента финансирования в различных ситуациях во время финансового кризиса и кризиса, связанного с суверенным долгом с 2008 г. Высокая значимость *Covered Bonds* для финансовой системы также подтверждается привилегиями, которыми эти инструменты пользуются в различных

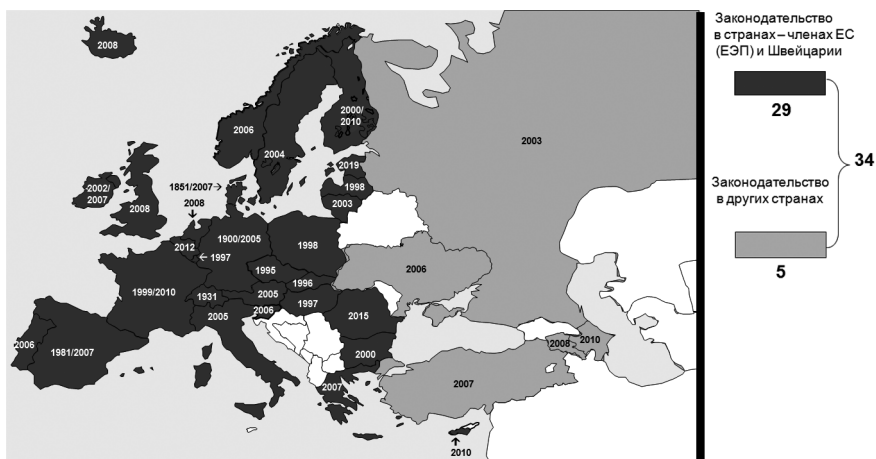
¹ *Stöcker O.* Grundzüge des Pfandbriefrechts und des Refinanzierungsregisters. S. 3134–3135, номера на полях 1–3. (Здесь и далее в сносках указываются фамилия, инициалы автора и название произведения (если в списке литературы по *Covered Bonds*, приводимом в конце книги, названы несколько работ автора) или только фамилия и инициалы автора (если в списке литературы по *Covered Bonds* названа одна работа автора).)

² *Grossmann R. & Stöcker O.* P. 131.

³ *Ibid.* P. 131.

Географический обзор законодательства
о Covered Bonds в Европе
(по состоянию на март 2019 г.)

vdp Die deutschen
Pfandbriefbanken



©vdp, Берлин

Рис. 1

сферах регулирования финансового рынка ЕС. Наряду с принятием нового законодательства по *Covered Bonds*, наблюдается длительная эволюция существующего законодательства, которая подчеркивает готовность эмитентов, инвесторов и регуляторов все более повышать качество класса активов и внедрять передовые практики¹.

В данной работе понятие «*Covered Bonds*» используется для всех существовавших и ныне существующих видов этой ценной бумаги.

II. История

В период 1861–1917 гг. в России уже существовала система *Covered Bonds*. Так, в 1914 г. на ипотечные бумаги приходилось почти 40% (37,7% или 5,3 млрд руб.) всех ценных бумаг денежного рынка России (в Германии – 29%).

Covered Bonds – это панъевропейский продукт. Его корни лежат в древнегреческой ипотеке и итальянских и голландских облигациях. Решающие вехи его развития были заложены в Пруссии (1770 г.), Дании (1797 г.) и Франции (1852 г.). Диапазон эмитентов варьировался

¹ Grossmann R. & Stöcker O. P. 131, 132.

от ландшафтов (публично-правовые товарищества для ипотечного кредита, возникшие в Пруссии в XVIII в.) и ассоциаций ипотечных кредиторов (в Копенгагене) до частных ипотечных банков. Цель заключалась в финансировании сельского хозяйства, позднее акцент сместился в сторону жилой и коммерческой недвижимости. Создание и развитие систем *Covered Bonds*, их различные структуры и характеристики представляют собой идеальный пример плодотворного и эффективного обмена идеями, преодолевающего европейские границы. Очень впечатляет огромный вклад, который вносился в создание *Covered Bond* в Европе на протяжении более 240 лет. В XIX в. почти каждая европейская страна получила систему *Covered Bonds*. Их успехи влияли друг на друга. *Covered Bonds* также играли важную роль в стабилизации финансовых систем в конце XIX в. — время большого числа банкротств компаний и банков¹.

На фоне кризиса 2008—2010 гг. ЕЦБ признал важную роль *Covered Bonds*², которые во многих случаях стали последним прибежищем банков для обеспечения ликвидности на рынке.

1. Германия³

История *Covered Bonds* берет свое начало в Германии в 1769 г. Два годами ранее немецкий торговец Бюхринг (*Bühning*) направил королю Пруссии Фридриху Великому письмо, разъясняющее основную идею системы: выдавать первоочередные ипотечные кредиты и, используя их как покрытие, выпускать обеспеченные облигации. Сначала король отверг эту идею, но позднее, 29 августа 1769 г., направил своему первому министру постановление о создании первого института, выпускающего *Covered Bonds* (пфандбрифы) — Силезский ландшафт (*Schlesische Landschaft*). Ландшафт представлял собой объединение крупных землевладельцев, его целью было получение доступного кредита для восстановления Силезии после Семилетней войны.

Идея создания аналогичного института распространилась на другие части Пруссии и Германии, а потом в Средней и Восточной Европе (включая провинции России: Балтийские губернии — Эстляндию, Лифляндию и Курляндию — и Польшу).

¹ Grossmann R. & Stöcker O. P. 132.

² Ibid. P. 134.

³ По истории ипотечной системы Германии см.: Steffan F.; Bellinger D. und Kerl V.; Goedecke W., Kerl V. und Scholz H.; Keding S.