

**Олена Дідовець, провідний юрисконсульт**  
*ПАТ «УКРСОЦБАНК», Україна*

## **ПИТАННЯ ЗАХИЩЕНОСТІ ВІД БАНКРУТСТВА В УГОДАХ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ**

**Olena Didovets, leading legal adviser**  
*PJSC «UKRSOTSBANK», Ukraine*

### **BANKRUPTCY-REMOVEDNESS ISSUES IN SECURATIZATION TRANSACTIONS**

The article is concerned with research on peculiarities of legal protection of the participants of securitization transactions in case of bankruptcy of one of them, that forms a key principle of such transactions and is an important condition for their implementation. In the article the author examines in detail possible risks of return of the transferred assets to an assignor of such assets in the event of his/her bankruptcy according to legislation of Ukraine and other countries. In the article special attention is also paid to examination of bankruptcy remoteness of the special company acting the issuer of securities and possible events of consolidation of assets of special company and assets of assignor in case of bankruptcy of the latter.

**Key words:** securitization, bankruptcy, insolvency, mortgage-backed bonds, securities, invalidity of legal transaction.

Сек'юритизація є одним із методів фінансування, який на даний момент у зв'язку із зростаючими вимогами фінансового ринку та банківських систем набуває значного практичного застосування, а тому потребує детального розгляду та врегулювання на законодавчому рівні держав. Економічне підґрунтя сек'юритизації ґрунтується на продукуванні грошових потоків за рахунок виведення частини однорідних активів із балансу компанії та емісії цінних паперів, які забезпечуються такими активами. Як результат, відбувається підвищення інвестиційного рівня цінних паперів, випуск яких здійснюється спеціально створеною компанією (надалі – спеціальна компанія), покращення показника достатності власного капіталу, що сприяє оптимізації ризиків компанії, яка здійснює відчуження активів (надалі - продавець), отримання додаткових джерел фінансування.

Одним із ключових принципів сек'юритизації є принцип захищеності від банкрутства, який доречно розглядати з двох позицій: (1) неможливість звернення стягнення на сек'юритизовані активи у разі проведення процедури банкрутства продавця та (2) мінімізація випадків банкрутства спеціальної компанії (надалі разом – принцип захищеності від банкрутства).

Враховуючи, що на даному етапі сек'юритизаційні процеси все частіше набувають транскордонного характеру у зв'язку з їх поширенням на юрисдикції різних держав, доцільним є з'ясування особливостей реалізації принципу захищеності від банкрутства в різних юрисдикціях.

Пропонуємо в першу чергу розглянути особливості захисту сек'юритизованих активів від можливості звернення стягнення на них у випадку банкрутства продавця. Враховуючи ізолюючий характер відчужуваних активів від активів продавця, проведення сек'юритизації повинне унеможливити випадки повернення відчужених активів продавцю після їх продажу та будь-які випадки задоволення вимог кредиторів продавця за рахунок таких активів у випадку банкрутства останнього. Реалізація вищезазначеного обумовлюється врахуванням багатьох факторів, які повинні братися до уваги при структуруванні та здійсненні угоди сек'юритизації.

Законодавство деяких держав містить норми, які допускають можливість звернення стягнення на активи, які були відчужені протягом визначеного проміжку часу до початку процедури банкрутства продавця. Такі норми запроваджуються з метою запобігання виникнення випадків недобросовісних дій компаній, спрямованих на навмисне виведення активів, усвідомлюючи фактичний стан компанії та можливість її банкрутства в найближчому майбутньому, а також навмисного доведення до банкрутства.

Законодавство Франції у сфері банкрутства містить умови недійсності угод, реалізація яких може мати наслідком повернення відчужених активів до попереднього власника. Наприклад, договір

в силу закону є недійсним, якщо за таким договором зобов'язання сторони, щодо якої буде розпочато процедуру банкрутства, явно є більшими за зобов'язання іншої сторони такого договору<sup>1</sup>. Договір, укладений на оплатній основі, може бути визнаний судом недійсним, якщо сторона договору на момент його укладання знала про неспроможність іншої сторони<sup>2</sup>. Зазначені умови недійсності можуть бути реалізовані, якщо договори між сторонами уклалися протягом фіксованого судом періоду (максимально можливим є визначення періоду – 18 місяців) до моменту початку провадження про банкрутство однієї із сторін<sup>3</sup>.

Подібні норми визнання недійсності угод можна знайти і в Кодексі про банкрутство Німеччини. Визнаними недійсними можуть бути угоди, укладання яких було обумовлене наступним: (1) на підставі такої угоди кредитор отримує вигоду чи забезпечення, права на отримання яких він не мав, за умови укладення такої угоди протягом трьох місяців до початку процедури банкрутства; (2) у разі, якщо кредитор мав право на отримання майна, яке було йому передане протягом трьох місяців до початку процедури банкрутства боржника, але на момент укладання угоди боржник був вже неспроможним здійснювати платежі за своїми зобов'язаннями, строк виконання яких настав за умови, що кредитор знав про це на момент укладання відповідної угоди; або (3) майно було передане після ініціювання процедури банкрутства, при цьому, кредитор на дату укладання угоди знав про неможливість боржника здійснювати виконання своїх зобов'язань, строк виконання яких настав, або йому було відомо про ініціювання процедури банкрутства боржника<sup>4</sup>. У процесі розгляду суд може визнати угоду продавця недійсною, якщо така була укладена протягом останніх десяти років до початку процедури банкрутства, якщо шляхом укладання такої угоди продавець мав намір завдати шкоду кредиторам за умови, що інша сторона угоди знала про такий намір<sup>5</sup>.

Такого роду застереження щодо недійсності угод знаходять своє відображення і в українському законодавстві. Відповідно до частини 1 статті 20 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» № 2343-ХІІ від 14 травня 1992 року (надалі – Закон про банкрутство) договори, укладені за участі боржника протягом одного року, що передував порушенню справи про банкрутство, можуть бути відповідно визнані недійсними або спростовані господарським судом у межах провадження у справі про банкрутство за заявою арбітражного керуючого або конкурсного кредитора<sup>6</sup>. Суд може прийняти відповідну ухвалу у разі, якщо прийде до висновку, що у результаті відчуження активів виконання грошових зобов'язань боржника перед іншими кредиторами повністю або частково стало неможливим.

Відповідно до вже згадуваної вище частини 1 статті 20 Закону про банкрутство договір може бути визнаний недійсним також у разі, якщо він був укладений протягом року до порушення справи про банкрутство та відчуження майна за ним було здійснено за нижчими або вищими цінами від ринкових цін, що існують на дату здійснення такого відчуження, за умови, що в момент прийняття зобов'язання або внаслідок його виконання майна боржника було (стало) недостатньо для задоволення вимог кредиторів<sup>7</sup>.

У разі, якщо суд прийде до висновку, що договір відчуження активів є недійсним, боржник повинен буде повернути назад всі отримані від відчуження кошти кредитору, а кредитор повинен буде здійснити повернення боржнику всіх активів, отриманих на підставі укладеного між ними договору або, якщо це неможливо, відшкодувати їх вартість за ринковими цінами, що існували на момент здійснення правочину<sup>8</sup>.

<sup>1</sup> Herve Touraine, Olivier Bernard. Structured finance and securitisation in France. *Practical Law*. <<http://uk.practicallaw.com/4-501-0172>> (2015, липень, 20).

<sup>2</sup> Там само.

<sup>3</sup> Там само.

<sup>4</sup> Claire Mezzanotte, Jerry van Koolbergen, Mary Jane Potthoff, Erin Stafford. Commentary – Germany. *Site of DBRS*. <<http://www.dbrs.com/research/256366/legal-commentary-germany.pdf>> (2015, липень, 20).

<sup>5</sup> Там само.

<sup>6</sup> Закон про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом, ч. 1 ст. 20 (1992) (Верховна Рада України). *Офіційний сайт Верховної Ради України*. <<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2343-12/print1437385793721363>> (2015, липень, 20).

<sup>7</sup> Там само.

<sup>8</sup> Закон про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом, ч. 2 ст. 20 (1992) (Верховна Рада України). *Офіційний сайт Верховної Ради України*. <<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2343-12/print1437385793721363>> (2015, липень, 20).

Відповідно до частини 3 статті 2 Закону про банкрутство провадження у справі про визнання емітента іпотечних облігацій (яким виступає спеціальна компанія у випадку випуску структурованих іпотечних облігацій) неплатоспроможним (банкрутом) здійснюється у порядку, передбаченому Законом про банкрутство, з урахуванням норм Закону України «Про іпотечні облігації» N 3273-IV від 22 грудня 2005 року (надалі – Закон про іпотечні облігації).

Відповідно до частини 2 статті 19 Закону про іпотечні облігації іпотечні активи, які були придбані спеціальною компанією і включені до складу іпотечного покриття, вважаються придбаними у безвідкличному порядку, тобто без права їх заміни, зворотного викупу або передачі, за винятком випадків, коли такі іпотечні активи повинні бути викуплені або замінені продавцем на вимогу спеціальної компанії у зв'язку з їх невідповідністю вимогам, що визначаються в проспекті емісії.

У разі порушення провадження у справі про банкрутство продавця, або призначення тимчасової адміністрації чи ліквідатора розпорядник майна (санатор, тимчасовий адміністратор, ліквідатор) продавця не вправі вимагати повернення переданих іпотечних активів, крім випадків, коли їх передача була здійснена внаслідок протиправних дій, про які спеціальна компанія знала або повинна була знати<sup>1</sup>. Незважаючи на те, що у такий спосіб закон намагається звужити коло випадків, коли можливим є повернення раніше відчужених активів у процесі сек'юритизації, але в той же час, на нашу думку, такі випадки не обмежуються зазначеним. При цьому, залишається можливим застосування положень частини 1 статті 20 Закону про банкрутство в частині визнання недійсним договору, за яким здійснювалася передача активів.

Іншим вартим уваги випадком у рамках принципу захищеності від банкрутства є визнання судом продавця та спеціальної компанії юридичними особами, які не здійснюють свою діяльність самостійно та окремо одна від одної та, як наслідок, прийняття рішення про консолідацію їх активів у рамках процедури банкрутства одного з них. Як показує аналіз, такі випадки набувають свого поширення у практиці держав англосаксонської правової системи.

Судам США відома практика об'єднання активів продавця та спеціальної компанії в єдиний пул під час здійснення процедури банкрутства продавця. Такі випадки є можливими, на думку суду, у разі недостатньої відокремленості діяльності спеціальної компанії від діяльності продавця. Можна виділити наступні критерії, дотримання яких зможе зменшити ризик об'єднання активів<sup>2</sup>:

- створення окремих органів управління для кожної із юридичних осіб;
- одна юридична особа не повинна відповідати за зобов'язаннями іншої;
- третім особам, які здійснюють господарську діяльність з однією юридичною особою не повинні надаватися будь-які підстави для можливості задоволення свої вимог за рахунок активів іншої юридичної особи;
- одна особа не повинна виступати гарантом/поручителем іншої юридичної особи.

При розгляді питання консолідації активів продавця та спеціальної компанії суди США враховують також наскільки кредитори у своїй діяльності із продавцем та спеціальною компанією сприймають їх як одну економічну одиницю, та наскільки діяльність зазначених юридичних осіб є взаємозалежною одна від одної, що впливає на визначення необхідності об'єднання їх активів для найбільш оптимального забезпечення інтересів всіх кредиторів<sup>3</sup>.

При цьому, суди беруть також до уваги ознаки шахрайства чи інших недобросовісних дій в діяльності юридичних осіб, що впливають на визначення справедливого розміру активів, за рахунок яких буде здійснюватися задоволення вимог кредиторів.

Деякі суди застосовують ще більш ліберальний підхід при вирішенні питання консолідації активів, в основу якого покладені інтереси кредиторів як критерій визначення здійснення консолідації активів. Наприклад, у справі *Eastgroup Props v Southern Motel Assoc, Ltd* було визначено, що основним критерієм, що визначає об'єднувати активи чи ні є з'ясування питання наскільки економічна шкода у разі визначення активів юридичних осіб відокремленими один від

<sup>1</sup> Закон про іпотечні облігації, ч. 2 ст. 19 (2005) (Верховна Рада України). Офіційний сайт Верховної Ради України. <<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3273-15/page>> (2015, липень, 20)

<sup>2</sup> Gary, B. Gorton, Nicholas, S. Souleles (2007). *Special Purpose Vehicle and Securitization*. Chicago: University of Chicago Press, 557.

<sup>3</sup> Kiriakos, Thomas S., Curry, David S. (2009). Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles under US bankruptcy law. *The American Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009*, 152.

одного буде більшою від економічної шкоди, яка буде нанесена у разі їх консолідації. З цього слідує, що для необхідності консолідації активів юридичних осіб достатньо довести, що консолідація їх активів є необхідною з метою уникнення завдання шкоди кредиторам<sup>1</sup>.

Англійські суди більш стримані при розгляді подібних справ. Прийняття рішення про можливість задоволення вимог кредиторів продавця за рахунок активів спеціальної компанії чи навпаки є можливим за умови зняття корпоративної завіси (piercing the corporate veil). У зв'язку з чим, якщо немає ознак шахрайства, спеціальна компанія діє на підставі дійсного комерційного наміру та не є лише маріонеткою продавця, то англійські суди у своїх рішеннях неохоче вдаються до зняття корпоративної завіси між продавцем та спеціальною компанією та об'єднання їх активів<sup>2</sup>.

З метою уникнення розглянутих вище ризиків досить часто при такого роду фінансуванні угода структурується таким чином, що до її складу залучається ще одна спеціальна компанія. У такий спосіб досягається можливість нівелювання деяких ризиків<sup>3</sup>.

Іншим ключовим критерієм здійснення сек'юрїтизації є уникнення можливості визнання банкрутом спеціальної компанії. Недотримання такої умови може піддати сумніву всю угоду та стати основною перешкодою на шляху досягнення визначеної мети сек'юрїтизації.

Ще на етапі створення спеціальної компанії учасники угоди повинні дотримуватися ряду вимог, які в сукупності забезпечать максимальний захист спеціальної компанії від можливості її банкрутства в майбутньому.

В першу чергу, як уже згадувалося раніше, спеціальна компанія повинна бути відокремленою від продавця та вести свою діяльність самостійно та незалежно від останнього. Будь-яка господарська діяльність між продавцем та спеціальною компанією повинна здійснюватися на ринкових умовах<sup>4</sup>. Спеціальна компанія повинна мати власні рахунки, вести власний бухгалтерський облік, мати зареєстровану адресу, за якою вона здійснюватиме свою діяльність, власні активи та фонди.

Одним із способів забезпечення спеціальної компанії від банкрутства є визначення в установчих чи інших корпоративних документах такої компанії умови про неможливість добровільного банкрутства такої компанії. Однак, у такому разі залишається ризик оспорюваності такого положення з позиції його юридичної дійсності<sup>5</sup>. Деякі дослідники висувують можливість створення спеціальної компанії у формі такої юридичної особи, яка б не могла в силу своєї правової природи виступати боржником<sup>6</sup>. В той же час не всі правові системи передбачають правове забезпечення такої можливості у зв'язку з відсутністю такої організаційно-правової форми юридичної особи.

Найчастіше причиною вимушеного банкрутства спеціальної компанії виступає дефіцит грошових потоків, що призводить до неможливості здійснення своєчасної виплати кредиторам (наприклад, податковим чи іншим державним органам). Дієвим способом мінімізації випадків банкрутства спеціальної компанії є обмеження її діяльності, яке може знайти своє відображення, наприклад, у фіксації максимально можливого рівня заборгованості компанії, який не може перевищуватися. Більш детально такі обмеження можуть відобразитися в наступному<sup>7</sup>: (1) обмеження повноважень, цілей діяльності компанії; (2) обмеження щодо можливості вступати в боргові зобов'язання; (3) обмеження чи заборона на злиття, об'єднання, виділ, ліквідацію, банкрутство, продаж активів, відчуження частки у статутному капіталі, внесення змін до корпоративних документів в частині відокремленості активів спеціальної компанії; (4) включення

<sup>1</sup> Parsons, R., Taylor, Ph, Rovira, A. Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles. *European Restructuring and Insolvency Guide 2005/2006*. <[http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036\\_041.htm](http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036_041.htm)> (2015, липень, 20).

<sup>2</sup> Там само.

<sup>3</sup> Gorton, Gary B., Souleles, Nicholas S. (2007). *Special Purpose Vehicle and Securitization*. Chicago:University of Chicago Press, 558.

<sup>4</sup> Kiriakos, Thomas S., Curry, David S. (2009). Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles under US bankruptcy law. *The American Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009*, 152.

<sup>5</sup> Gorton, Gary B., Souleles, Nicholas S. (2007). *Special Purpose Vehicle and Securitization*. Chicago: University of Chicago Press, 557.

<sup>6</sup> Там само.

<sup>7</sup> Там само.

ковенантів, обмежуючих діяльність з материнськими та афілійованими компаніями; (5) передбачення умов про обмеження випадків примусового банкрутства; (6) введення незалежного директора, згода якого вимагається при прийнятті рішення про добровільне банкрутство. Можливим є також укладання угод між спеціальною компанією та її кредиторами про відмову останніх від ініціювання процедури банкрутства спеціальної компанії. Статут та/або інші установчі документи можуть містити вимогу одноголосності всіх членів директорів при прийнятті рішення про ініціювання процедури добровільного банкрутства спеціальної компанії. Інколи статuti та інші внутрішні документи компаній містять положення, які передбачають, що лише після попереднього дотримання певних умов, що в них визначаються, відповідне питання про добровільне банкрутство може бути розглянуте радою директорів<sup>1</sup>.

У той же час, практика судів США показує, що навіть максимальне врахування всіх зазначених вище умов може не вберегти спеціальну компанію від банкрутства. Показовим у даному випадку є рішення у справі *In re Kingston Square Associates, et al., Debtors*, у якій суд прийшов до висновку, що незважаючи на наявність у корпоративних документах спеціальної компанії положень про неможливість ініціювання добровільного банкрутства компанії, наявності одностайної згоди всіх членів ради директорів та незалежного директора та підтвердження наявності змови між кредиторами спеціальної компанії та самою спеціальною компанією в частині ініціювання процедури банкрутства компанії, у зв'язку із відсутністю у діях ініціаторів банкрутства спеціальної компанії (а саме, кредиторів та самої спеціальної компанії) *протиправного наміру*, який би порушував діючі норми права, процедура банкрутства щодо спеціальної компанії таки була розпочата<sup>2</sup>.

З вищевикладеного слідує, що принцип забезпеченості від банкрутства є ключовим в угодах сек'юритизації. Однак, як доводить аналіз законодавства та судової практики різних держав, незважаючи на необхідність дотримання такого принципу при здійсненні угод сек'юритизації, застосування його на практиці в повній мірі не є беззаперечним. Закріплені на законодавчому рівні держав виключення із принципу забезпеченості від банкрутства важливо враховувати при проведенні угод із сек'юритизації активів, структуруванні угод, виборі права, яке буде застосовуватися з метою мінімізації можливих ризиків для всіх учасників таких угод, особливо в угодах транскордонної сек'юритизації активів.

## References

1. Touraine, Herve Olivier Bernard. Structured finance and securitisation in France. *Practical Law*. <<http://uk.practicallaw.com/4-501-0172>>.
2. Claire Mezzanotte. Jerry van Koolbergen. Mary Jane Potthoff. Erin Stafford. Commentary – Germany. *Site of DBRS*. <<http://www.dbrs.com/research/256366/legal-commentary-germany.pdf>>.
3. *Zakon pro vidnovlennia platospromozhnosti borzhnyka abo vyznannia yoho bankrutom 1992* (Verkhovna Rada Ukrainy). *Ofitsiyni sait Verkhovnoi Rady Ukrainy*. <<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2343-12/print1437385793721363>>.
4. *Zakon pro ipotekni oblihasii 2005* (Verkhovna Rada Ukrainy). *Ofitsiyni sait Verkhovnoi Rady Ukrainy*. <<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3273-15/page>>.
5. Gorton, Gary B., Souleles, Nicholas S. (2007). *Special Purpose Vehicle and Securitization*. Chicago: University of Chicago Press, 548-602.
6. Kiriakos, Thomas S., Curry, David S. (2009). Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles under US bankruptcy law. *The American Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009*, 150-158.
7. Parsons, R., Taylor, Ph., Rovira, A. Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles. *European Restructuring and Insolvency Guide 2005/2006*. <[http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036\\_041.htm](http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036_041.htm)>.
8. Mark, A. Neporent, James M. Peck or Jeffrey S. Sabin. In Re Kingston Square Associates: A Potential Threat to "Bankruptcy Remote" Securitizations. *Site of Shulte Roth & Zabel LLP*. <<http://www.srz.com/files/News/9c57cdae-0b22-4178-a949-37ac17f3a6d2/Preview/NewsAttachment/ae715202-3666-45a9-a9a3-bbe59338b1aa/filesfilesALERT-November1997-InReKingstonSquare.pdf>>.

<sup>1</sup> Gorton, Gary B., Souleles, Nicholas S. (2007). *Special Purpose Vehicle and Securitization*. Chicago: University of Chicago Press, 557.

<sup>2</sup> Mark A. Neporent, James M. Peck or Jeffrey S. Sabin. In Re Kingston Square Associates: A Potential Threat to "Bankruptcy Remote" Securitizations. *Site of Shulte Roth & Zabel LLP*. <<http://www.srz.com/files/News/9c57cdae-0b22-4178-a949-37ac17f3a6d2/Preview/NewsAttachment/ae715202-3666-45a9-a9a3-bbe59338b1aa/filesfilesALERT-November1997-InReKingstonSquare.pdf>> (2015, липень, 20).