



**Олена Дідовець,**  
аспірант Інституту міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка

УДК 341.9

## ДЕЯКІ АСПЕКТИ ПРАВОВОГО СТАТУСУ СПЕЦІАЛЬНОЇ ЮРИДИЧНОЇ ОСОБИ ЯК ОСНОВНОГО УЧАСНИКА СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ

*У статті досліджуються особливості правового статусу спеціальної юридичної особи («special purpose vehicle (SPV) company») як основного учасника сек'юритизації та визначаються головні ознаки, що є характерними для спеціальної юридичної особи та формують її спеціальну правосуб'єктність. Особлива увага приділяється питанню ізоляції спеціальної юридичної особи від ризику її банкрутства та банкрутства ініціатора сек'юритизації («originator») та принципу дійсного продажу активів («true sale») в проектах сек'юритизації. У рамках статті аналізуються підходи до правового регулювання спеціальної юридичної особи в Люксембурзі, Італії, Росії та Казахстані, а також особливості правового статусу спеціалізованої іпотечної установи в Україні.*

**Ключові слова:** сек'юритизація, спеціальна юридична особа, банкрутство, дійсний продаж, спеціалізована іпотечна установа.

Класична, або «позабалансова», сек'юритизація, на дослідженні деяких правових аспектів якої й пропонуємо зупинитися в рамках даної статті, має місце у разі, якщо ініціатор сек'юритизації (англ. «originator») (як правило, банк) із значним портфелем активів (права грошової вимоги за різного роду зобов'язаннями: іпотечні кредити, споживчі кредити, автокредити і т. п.) здійснює відчуження таких активів спеціально створеній для цілей сек'юритизації юридичній особі (англ. «special purpose vehicle» або «special purpose entity»), яка випускає боргові цінні папери, забезпечені відчуженими активами, з наступним їх розповсюдженням серед інвесторів. Як зазначає

О. І. Виговський, сек'юритизація, даючи змогу ефективно перетворювати низьколіквідні права вимоги в високоліквідні цінні папери, є одним із перспективних напрямів розвитку світових ринків боргових фінансових інструментів та банківського сектору в цілому [1, с. 72].

На сьогоднішній день українська правова наука у сфері дослідження сек'юритизації як комплексного правового явища тільки починає розвиватися, свідченням чого є наявність лише незначної кількості досліджень в цій сфері, що досить часто торкаються лише деяких аспектів сек'юритизації. Внесок у розвиток правової науки в цій сфері був зроблений завдяки дослідженням та публікаціям таких українських на-

уковців: О. І. Виговський [1], С. Глібко [2], М. Глотов [3], І. А. Колосінський [4; 5], О. М. Кузьмак [6]. Водночас комплексність та багатоступінчастість трансакцій сек'юритизації активів, поєднана зі значною кількістю учасників таких трансакцій, породжує низку правових питань та проблем, які потребують ґрунтовного дослідження, аналізу та закріплення/вирішення на доктринальному рівні з метою наступного оптимального їх відображення в законодавстві та створення умов для ефективного застосування вже «української сек'юритизації» на практиці. Керуючись такою ідеєю, в рамках даної статті пропонуємо розглянути особливості правового статусу спеціальної юридичної особи як основного учасника класичної («позабалансової») сек'юритизації шляхом визначення основних ознак, що є характерними для спеціальної юридичної особи, формуючи її спеціальну правосуб'єктність, організаційно-правових форм, в яких спеціальна юридична особа може створюватися, а також особливостей захисту спеціальної юридичної особи від банкрутства в проектах сек'юритизації активів на підставі аналізу законодавства інших держав та його проєкції на українське законодавство. При цьому уточнимо, що для цілей цієї статті при визначенні покупця активів та емітента боргових цінних паперів при сек'юритизації активів будемо використовувати термін «спеціальна юридична особа», але враховуючи при цьому, що відповідно до деяких правопорядків такі утворення можуть не мати статусу юридичної особи.

Спеціальна юридична особа, як правило, є новоствореним утворенням для цілей сек'юритизації — купівлі прав вимоги за грошовими зобов'язаннями у ініціатора сек'юритизації та випуску боргових цінних паперів з метою фінансування такої купівлі. Як у нового утворення, у спеціальної юридичної особи немає попередньої історії ведення бізнесу, як і будь-яких попередніх зобов'язань та кредиторів [7]. Д. Рамос Муньос зазначає, що використання спеціальної юридичної особи дає змогу ізолювати певну групу активів чи грошових потоків від небажаних ризиків, зокрема, пов'язаних з діяльністю інших учасників сек'юритизації [8, с. 242]. Задля досягнення такої мети спеціальна юридич-

на особа не повинна жодним чином бути пов'язаною з ініціатором сек'юритизації юридично, створюючи у такий спосіб умови, за яких як спеціальна юридична особа, так й інвестори уникають ризиків банкрутства ініціатора сек'юритизації [9, с. 458]. Спеціальна юридична особа завдяки відокремленості активів від кредитного ризику ініціатора сек'юритизації має можливість отримати значно вищий кредитний рейтинг порівняно з ініціатором сек'юритизації [10, с. 356]. У проєктах сек'юритизації спеціальна юридична особа виконує три основні функції [11, с. 183]: 1) є утворенням, яке дає змогу здійснити сек'юритизацію активів ініціатора сек'юритизації та їх продаж інвесторам (шляхом випуску боргових цінних паперів); 2) забезпечує захист інвесторів від можливості її банкрутства; 3) захищає активи, що сек'юритизуються, від кредиторів ініціатора сек'юритизації.

Досить часто спеціальна юридична особа не здійснює жодної господарської діяльності, крім тієї, для цілей якої вона була створена, не має фізичного місцезнаходження та працівників [12, с. 550]. З огляду на організаційно-правові форми, спеціальна юридична особа, залежно від законодавства, місця її створення може бути партнерством, компанією з обмеженою відповідальністю, трастом, корпорацією [12, с. 550], акціонерним товариством, фондом або створюватися в будь-якій іншій формі, якщо така передбачена законодавством держави її інкорпорації для даних утворень. Як правило, спеціальна юридична особа створюється у формі публічної компанії задля можливості випуску цінних паперів серед необмеженого кола інвесторів [9, с. 458]. Фонд як організаційно-правова форма спеціальної юридичної особи не має правового статусу юридичної особи [13, с. 22]. Розглядаючи моделі сек'юритизації в деяких країнах, звичним є створення спеціальної юридичної особи у формі трасту (для прикладу, Франція, Аргентина [9, с. 459], Канада [11, с. 194]), зокрема цільового або благодійного трасту [12, с. 555]. Як зазначає Ф. Вуд, зазвичай учасниками спеціальної юридичної особи виступають благодійні довірчі управителі або благодійні фонди з метою досягнення максимальної самостійності та незалежності такої юридичної особи від ініціатора сек'юритизації [9, с. 458]. Для

прикладу, у США спеціальна юридична особа може набувати організаційно-правової форми корпорації з обмеженою відповідальністю (англ. «*limited liability corporation*»), трасту або партнерства з обмеженою відповідальністю (англ. «*limited liability partnership*») [11, с. 194]. В Європі спеціальна юридична особа може створюватися у формі корпорації з обмеженою відповідальністю, а також у формі корпорації з обмеженими цілями діяльності (англ. «*limited purpose corporation*»), засновником якої виступає благодійний траст [11, с. 194].

Однією з особливостей спеціальної юридичної особи є її ізоляція від ризику банкрутства (англ. «*bankruptcy remoteness*») як свого власного, так і банкрутства ініціатора сек'юритизації. Принцип ізоляції від ризику банкрутства є більшою мірою комерційним, ніж юридичним поняттям. Визначення цього поняття з наданням йому певного юридичного змісту було здійснене у 2013 р. в США у справі *Re Doctors Hospital of Hyde Park Inc.*, де суддя прийшов до висновку, що незважаючи на відсутність визначення юридичної особи, яка користується захистом від банкрутства (англ. «*bankruptcy-remote entity*») в нормах законодавства, таке поняття набуло свого вжитку в комерційному світі та літературі та під ним розуміють утворення, створене з метою отримання у власність визначеної групи активів та захисту таких активів від можливого їх включення до ліквідаційної маси у разі банкрутства [8, с. 242].

Розглядаючи питання можливості банкрутства спеціальної юридичної особи, зауважуємо, що для цілей сек'юритизації активів спеціальна юридична особа повинна бути структурована таким чином, щоб унеможливити випадки ініціювання її добровільного чи примусового банкрутства. Так, виділяють можливість використання таких обмежень щодо діяльності спеціальної юридичної особи, застосування яких дасть змогу максимально наблизитися до мети неможливості визнання такої юридичної особи банкрутом: (1) обмеження в повноваженнях та цілях; (2) обмеження можливості вступати в боргові зобов'язання; (3) обмеження чи заборона на злиття, об'єднання, поділ, ліквідацію, припинення діяльності, продаж

активів, передача часток в управлінні, а також внесення змін до установчих документів щодо питання відокремленості компанії; (4) включення до установчих документів застережень, які обмежують будь-яку взаємодію між ініціатором сек'юритизації та спеціальною юридичною особою; (5) наявність незалежного директора, згода якого є необхідною для початку процедури добровільного банкрутства спеціальної юридичної особи; (6) наявність різного роду забезпечень зобов'язань спеціальної юридичної особи; (7) застереження щодо неможливості ініціювання щодо спеціальної юридичної особи процедури вимушеного банкрутства [12, с. 557]. Так, останнє є застереженням, яке може передбачатися в договорах з кредиторами спеціальної юридичної особи та зводиться до того, що зазначені кредитори відмовляються від свого права ініціювати процедуру банкрутства спеціальної юридичної особи. Однак до можливості застосування такої техніки потрібно ставитися досить обережно, враховуючи, що не у всіх державах визнається можливість обмеження дії норм про банкрутство в договірному порядку [14, с. 366].

Беззаперечно, в транзакціях із сек'юритизації активів одним із основних питань є ризик визнання банкрутом не тільки спеціальної юридичної особи, а й ініціатора сек'юритизації, та правові наслідки такого визнання. У разі банкрутства ініціатора сек'юритизації спеціальна юридична особа завдяки дотриманню принципу дійсного продажу активів (англ. «*true sale*») та її юридичної відокремленості від ініціатора сек'юритизації (будуть розглядатися в цій статті далі) не повинна відповідати за вимогами кредиторів ініціатора сек'юритизації, а передані в процесі сек'юритизації активи мають бути захищені від можливості їх включення до ліквідаційної маси ініціатора сек'юритизації. Це ідеальний варіант, який через низку причин (зокрема, помилки при структуруванні транзакції) у зв'язку з можливим зняттям судами корпоративної завіси та консолідацією (об'єднанням) активів ініціатора сек'юритизації з активами спеціальної юридичної особи (для прикладу, справа *Bank of N.Y. Trust Co. v. Official Unsecured Creditors Comm.*) не завжди

може бути реалізований на практиці, що, в свою чергу, призводить до втрати основної економічної цілі, з якою спеціальна юридична особа, власне, створюється.

Разом з принципом ізоляції від ризиків банкрутства та будучи з ним тісно пов'язаним, червоною ниткою в проєктах сек'юритизації проходить принцип дійсного продажу активів (англ. «*true sale*»), основна ідея якого полягає в тому, що ініціатор сек'юритизації безумовно та безвідклично відступає та передає своє право вимоги за активами спеціальній юридичній особі, позбавляючись у такий спосіб будь-яких прав/інтересів щодо таких активів [11, с. 197] та зв'язку з такими активами (крім випадків, за яких ініціатор сек'юритизації продовжує здійснювати обслуговування активів після їх відчуження). Інакше кажучи, угода купівлі-продажу активів, що сек'юритизуються, не повинна містити ознак недійсного правочину, при цьому будучи максимально захищеною від ризику її «перекваліфікації» судами як фактичної застави або забезпеченого кредиту [1, с. 74]. Адже у разі визнання недійсною угоди купівлі-продажу активів або її «перекваліфікації» передані активи вважаються такими, що продовжують перебувати у власності ініціатора сек'юритизації, а отже, у разі банкрутства останнього включаються до його ліквідаційної маси.

З метою забезпечення юридичної відокремленості спеціальної юридичної особи від ініціатора сек'юритизації важливо дотримуватися наступних критеріїв. Так, ініціатор сек'юритизації не повинен володіти часткою в статутному капіталі спеціальної юридичної особи, здійснювати контроль над спеціальною юридичною особою чи мати інші ознаки особи, пов'язаної зі спеціальною юридичною особою [11, с. 206], а також надавати останній будь-які додаткові гарантії чи позики (крім субординованого кредиту) [1, с. 77]. Ініціатор сек'юритизації та спеціальна юридична особа не повинні мати спільних директорів, як й інших співробітників, які займають керівні посади. Відокремленість спеціальної юридичної особи від ініціатора сек'юритизації може бути порушена також у разі виконання ініціатором сек'юритизації фінансових зобов'язань спеціальної юридичної особи

(сплата заробітної плати співробітникам спеціальної юридичної особи (якщо такі наявні), здійснення будь-яких інших виплат за зобов'язаннями спеціальної юридичної особи), або якщо виконавчий орган спеціальної юридичної особи діятиме не в інтересах спеціальної юридичної особи, а керується рішеннями та вказівками ініціатора сек'юритизації, або ж мають місце інші обставини, які дають підстави для «змішування» активів та/або зобов'язань в ході діяльності ініціатора сек'юритизації та спеціальної юридичної особи [11, с. 207]. Крім того, спеціальна юридична особа повинна мати власні банківські рахунки та вести власну фінансову звітність.

У наукових колах є різні точки зору щодо правової природи спеціальної юридичної особи. Для прикладу, Д. Рамос Муньос розглядає можливість віднесення спеціальної юридичної особи до категорії кредитних установ [15, с. 221]. В обґрунтуванні своєї позиції науковець виходить з технічної ролі спеціальної юридичної особи в проєктах сек'юритизації та розглядає фактичні дії спеціальної юридичної особи: спеціальна юридична особа отримує кошти від широкого кола осіб (від інвесторів) та передає їх ініціатору сек'юритизації. При цьому, якщо не враховувати той факт, що активи були попередньо передані ініціатором сек'юритизації спеціальній юридичній особі, остання отримує регулярні платежі від активів та за їх рахунок виплачує кошти інвесторам. Науковець замислюється над питанням, а чи не є така діяльність подібною до тієї, що здійснюється, скажімо, банками [15, с. 221]. Натомість є також думки про розгляд спеціальної юридичної особи як фінансового посередника. Противники ідеї віднесення спеціальної юридичної особи до категорії кредитних установ стверджують, що активну діяльність банків не можна прирівняти до пасивної ролі спеціальної юридичної особи [15, с. 221].

Д. Рамос Муньос також здійснює порівняння спеціальної юридичної особи зі страховою компанією. Однак таке порівняння доцільніше здійснювати у розрізі саме синтетичної сек'юритизації, де використовуються кредитні деривативи [15, с. 222]. Крім того, науковець знаходить подібні риси спеціальної юридичної особи з інвестиційними компаніями

та організаціями колективного інвестування [15, с. 222].

Вибір місця створення спеціальної юридичної особи досить часто припадає на території з низьким рівнем оподаткування, сприятливим законодавством у сфері банкрутства, достатнім рівнем політичної та правової стабільності, низьким рівнем корпоративних витрат, мінімальними вимогами щодо розміру статутного капіталу та мінімальним рівнем відповідальності директорів. Першість займають такі юрисдикції, як: Кайманові острови, Гібралтар, Британські Віргінські острови, Бермудські острови, Джерсі, а також Ірландія, Нідерланди, Люксембург [9, с. 459].

У разі якщо учасники сек'юритизації місцем створення спеціальної юридичної особи обрали Люксембург, спеціальна юридична особа може набувати таких організаційно-правових форм: публічна компанія з обмеженою відповідальністю, приватна компанія з обмеженою відповідальністю, партнерство з обмеженою відповідальністю, кооператив, створений як публічна компанія з обмеженою відповідальністю [16]. У Люксембурзі спеціальна юридична особа може також бути створена у формі сек'юритизаційного фонду, який не має правосуб'єктності юридичної особи. За своєю природою сек'юритизаційний фонд є об'єднанням майна/активів його учасників без створення юридичної особи, функції з управління яким покладаються на спеціальну управлінську компанію, яка повинна бути створена в Люксембурзі [16]. Як зазначають практики, переважно для створення спеціальної юридичної особи обирають форму компанії з обмеженою відповідальністю [16]. Сек'юритизаційний фонд не користується значною популярністю. Основними нормативно-правовими актами в Люксембурзі, під дію яких підпадають проекти сек'юритизації, є Закон про сек'юритизацію від 22.03.2014, Закон про комерційні компанії (зі змінами) від 10.08.1915, Лист Центрального банку Люксембургу № 2014/236 про зміну порядку збору статистичної інформації про спеціальні юридичні особи, залучені до проектів сек'юритизації.

У Люксембурзі спеціальні юридичні особи практично не потребують отримання спеціальних дозволів для своєї ді-

яльності та практично не підпадають під будь-який додатковий контроль з боку наглядових органів, окрім випадків, коли вони здійснюють публічний випуск цінних паперів на тривалій основі [16]. При цьому вважається, що випуск цінних паперів здійснюється на тривалій основі у разі, якщо спеціальна юридична особа здійснює публічний випуск цінних паперів більше ніж три рази на рік. В останньому випадку вимагається дозвіл Наглядової комісії фінансового сектору Люксембургу. При цьому всі спеціальні юридичні особи Люксембургу мають обов'язок звітувати перед Центральним банком Люксембургу, зокрема, з метою надання статистичної інформації [16].

Вартим особливої уваги є висвітлення принципу ізоляції від ризику банкрутства спеціальної юридичної особи в законодавстві Люксембургу. Закон про сек'юритизацію надає юридичне закріплення та визнання положень в договорах/установчих документах про неможливість примусового банкрутства спеціальної юридичної особи [16]. Так, інвестор не може звернутися до суду з позовом про визнання спеціальної юридичної особи банкрутом, якщо він у договірному порядку відмовився від такого права, у такому разі цей позов не буде взятий судом до розгляду. Узаконення договірних положень про обмежене право вимоги кредиторів унеможливує випадки задоволення позовів кредиторів про банкрутство спеціальної юридичної особи, надаючи кредиторам можливість задовольнити свої вимоги лише наявними активами спеціальної юридичної особи без можливості ініціювати примусове банкрутство останньої [16]. Крім того, законодавство Люксембургу визнає можливість визначення у договірному порядку черговості платежів, які підлягають сплаті інвесторам та кредиторам [16]. У такий спосіб формується картина, коли одні інвестори/кредитори спеціальної юридичної особи мають право на отримання платежів лише після реалізації такого права інвесторами/кредиторами вищої черги. Разом з тим спеціальна юридична особа за законодавством Люксембургу ізолювана від можливих негативних наслідків банкрутства ініціатора сек'юритизації. Це досягається за рахунок того, що ініціатор сек'юритизації не є учасником спеціальної юридичної осо-

би та не володіє часткою в її капіталі.

Цікавою особливістю законодавства Люксембургу в сфері сек'юритизації є можливість виокремити певні групи активів спеціальної юридичної особи, розділивши їх на окремі ізольовані «відсіки», що акумулюють як певну частку активів, так і зобов'язань, що з ними пов'язані [16]. Таким чином, інвестори/кредитори спеціальної юридичної особи можуть задовольнити свої вимоги лише за рахунок активів того «відсіку», щодо якого у них виникли певні права, без можливості звернення стягнення на активи інших «відсіків» спеціальної юридичної особи. Такий принцип сегрегації активів компанії є добре відомим англійському праву, не обмежуючись виключно проектами сек'юритизації. При цьому згаданий поділ та ізоляція активів спеціальної юридичної особи мають належним чином визначатися в її установчих документах. Цікаво, що кожен «відсік» спеціальної юридичної особи є своєрідним незалежним утворенням. У такий спосіб досягається можливість здійснення різних сек'юритизацій з використанням окремих «відсіків» спеціальної юридичної особи, з можливістю, у випадку необхідності, окремої ліквідації будь-якого з таких «відсіків» в подальшому [16].

Подібним до законодавства Люксембургу в деяких підходах в сфері регулювання сек'юритизації є законодавство Італії. В Італії спеціальна юридична особа може набувати різних організаційно-правових форм (інвестиційний фонд, трастова компанія, компанія з обмеженою відповідальністю, компанія з обмеженою відповідальністю з активами у формі акцій, кооперативна компанія), кожна з яких має свої особливості відповідно до корпоративного права Італії [17]. Як і в Люксембурзі, в Італії найчастіше обраною організаційно-правовою формою для спеціальної юридичної особи є компанія з обмеженою відповідальністю, що створюється зі статусом компанії без бенефіціарного власника (англ. *«orphan entity»*) задля уникнення можливості визнання такої компанії пов'язаною з іншими учасниками сек'юритизації, зокрема, з ініціатором сек'юритизації [17]. Знову ж таки, в Італії спеціальна юридична особа повинна створюватися виключно з єдиною ме-

тою — здійснення сек'юритизації, створюючи у такий спосіб умови, за яких у спеціальної юридичної особи будуть відсутні будь-які інші кредитори зі значними вимогами, крім інвесторів у рамках сек'юритизації. Італійське право, як і право Люксембургу, визнає застереження щодо неможливості примусового банкрутства спеціальної юридичної особи та застереження про обмежену відповідальність в рамках певної групи активів за умови передбачення таких застережень в договорах зі спеціальною юридичною особою [17].

Для детальнішого аналізу та порівняння особливостей законодавчого закріплення правового статусу спеціальної юридичної особи в різних державах пропонуємо звернутися також до законодавств Росії та Казахстану, які теж містять спеціальні норми в сфері сек'юритизації. Так, у Законі Казахстану «Про проектне фінансування та сек'юритизацію» від 20.02.2006 № 126-III (далі — Закон Казахстану про сек'юритизацію) спеціальна юридична особа (в Законі Казахстану про сек'юритизацію використовується термін *«спеціальна фінансова компанія»*) визначається як юридична особа, створена відповідно до закону для здійснення проектного фінансування та сек'юритизації, на користь якої здійснюється відступлення прав вимоги [18]. На протигагу практиці здійснення сек'юритизації в інших державах ч. 1 ст. 4 Закону Казахстану про сек'юритизацію закріплює можливість створення спеціальної юридичної особи також й ініціатором сек'юритизації, ігноруючи у такий спосіб принцип юридичної відокремленості спеціальної юридичної особи від ініціатора сек'юритизації. Організаційно-правовими формами, що можуть бути обрані для спеціальної юридичної особи в Казахстані, є акціонерне товариство та товариство з обмеженою відповідальністю. Активи, що задіяні в рамках сек'юритизації, є відокремленими від власних активів спеціальної юридичної особи та від будь-яких інших активів, які належать іншим особам або відносяться до інших проектів сек'юритизації до виконання спеціальною юридичною особою зобов'язань, забезпечених такими активами. Спеціальна юридична особа веде бухгалтерський

облік та надає фінансову звітність окремо щодо власних активів та активів, задіяних в рамках сек'юритизації, а також щодо випущених нею цінних паперів (облігацій). Звернення стягнення на активи, задіяні в процесі сек'юритизації, може здійснюватися виключно для виконання зобов'язань спеціальної юридичної особи, що виникли у зв'язку зі здійсненням проектів сек'юритизації. При цьому в першу чергу задовольняються вимоги за зобов'язаннями, забезпеченими такими активами, а в другу чергу — оплата послуг у зв'язку зі здійсненням самої трансакції. У разі ліквідації спеціальної юридичної особи такі активи передаються інвесторам або їх правонаступникам відповідно до обсягу їх вимог.

В Російській Федерації був прийнятий Федеральний закон «Про внесення змін до окремих законодавчих актів Російської Федерації» від 21.12.2013 № 379-ФЗ (далі — Закон Росії про сек'юритизацію), основна частина норм якого присвячена саме створенню правового поля для сек'юритизації активів [19]. Поряд з іншими питаннями в сфері правового регулювання сек'юритизації активів Закон Росії про сек'юритизацію передбачив низку нововведень в діючі нормативно-правові акти Російської Федерації щодо правового статусу спеціальної юридичної особи. Результатом таких змін стало запровадження спеціального товариства проектного фінансування та спеціального фінансового товариства. Саме на останнє покладаються функції спеціальної юридичної особи при здійсненні сек'юритизації активів. В Росії спеціальна юридична особа може бути створена у формі товариства з обмеженою відповідальністю або у формі акціонерного товариства. При цьому норми російського законодавства у сфері регулювання акціонерних товариств і товариств з обмеженою відповідальністю застосовуються до спеціальної юридичної особи з урахуванням особливостей спеціального правового статусу спеціальної юридичної особи, що визначаються Законом Росії про сек'юритизацію. Так, оплата акцій/внесення вкладу в статутний капітал спеціальної юридичної особи може здійснюватися тільки грошима. Спеціальна юридична особа не може приймати рішення про зменшення свого

статутного капіталу, у тому числі шляхом викупу частини розміщених нею акцій/частки в статутному капіталі. Спеціальна юридична особа не може бути добровільно реорганізована. У разі наявності невиконаних зобов'язань за випущеними цінними паперами добровільна ліквідація спеціальної юридичної особи є можливою лише за згодою власників таких цінних паперів. Крім того, статут спеціальної юридичної особи може містити й інші випадки, за яких вимагається згода власників цінних паперів та/або інших кредиторів спеціальної юридичної особи. На спеціальну юридичну особу не поширюються вимоги російського корпоративного законодавства щодо відповідності вартості чистих активів товариства розміру статутного капіталу та ліквідації товариства у разі, якщо розмір його чистих активів є меншим від мінімального розміру статутного капіталу, а також правового регулювання угод із зацікавленістю та значних правочинів. Суттєвою особливістю організаційної структури спеціальної юридичної особи відповідно до російського законодавства є те, що така юридична особа не має ради директорів (наглядової ради) та ревізійної комісії (ревізора), колегіальний виконавчий орган спеціальної юридичної особи також не створюється. Повноваження одноосібного виконавчого органу спеціальної юридичної особи передаються управляючій компанії, якою може бути комерційна організація зі статусом господарського товариства за умови її включення Банком Росії до реєстру організацій, які можуть здійснювати діяльність управлюючих компаній спеціальних товариств. При цьому управляючою компанією не може бути особа, яка здійснює контроль над спеціальною юридичною особою або над ініціатором сек'юритизації, або особою, підконтрольною ініціатору сек'юритизації. Як і в деяких інших юрисдикціях, в Росії спеціальна юридична особа не має штату працівників та не може укладати трудові договори.

Ще однією нормою в російському законодавстві, яка свідчить про спеціальну правосуб'єктність спеціальної юридичної особи, є можливість визнання судом угод, вчинених за участю спеціальної юридичної особи, недійсними, якщо такі угоди суперечать цілям та предмету ді-

яльності спеціальної юридичної особи за умови, що інша сторона угоди знала чи повинна була знати про таке обмеження діяльності спеціальної юридичної особи. При цьому вважається, що інша сторона угоди знала про обмеження в діяльності спеціальної юридичної особи, якщо повне найменування спеціальної юридичної особи містить слова «спеціальне фінансове товариство». Враховуючи, що в російському законодавстві закріплено вимогу обов'язкового зазначення в найменуванні спеціальної юридичної особи слів «спеціальне фінансове товариство», презюмується, що іншій стороні правочину у будь-якому разі відомо про обмежену правосуб'єктність спеціальної юридичної особи.

Як демонструє наведений аналіз норм російського законодавства в сфері сек'юритизації, модель російської спеціальної юридичної особи у формі спеціального фінансового товариства є більшою мірою адаптованою для здійснення сек'юритизації порівняно, наприклад, із законодавством Казахстану, відображаючи характерні спеціальній юридичній особі ознаки (наявність окремої управлінської компанії без зв'язку з ініціатором сек'юритизації, відсутність працівників, особлива структура органів управління, заборона добровільної реорганізації і т.д.) та формуючи у такий спосіб її спеціальну правосуб'єктність.

Українське законодавство не містить спеціальних норм, які б забезпечували належні правові умови для здійснення сек'юритизації в Україні. Водночас Законом України «Про іпотечні облігації» від 22.12.2005 № 3273-IV (далі — Закон про іпотечні облігації) передбачається можливість випуску структурованих іпотечних облігацій спеціалізованою іпотечною установою, відповідальність якої за зобов'язаннями за такими іпотечними облігаціями обмежується отриманими від первісного кредитора іпотечними активами [20]. Такий механізм випуску структурованих іпотечних облігацій є подібним до сек'юритизації іпотечних активів, але, на жаль, в силу відсутності правового регулювання ключових аспектів таких трансакцій учасники звертаються до транскордонної сек'юритизації, створюючи спеціальну юридичну особу в іноземних юрисдикціях. Так, норми Закону про іпотечні облігації обмежу-

ються лише деякими аспектами правового статусу спеціалізованих іпотечних установ. Спеціалізована іпотечна установа може бути виключно фінансовою установою, внесеною до Державного реєстру фінансових установ України, та виключним правом діяльності якої є придбання іпотечних активів (їх продаж) і випуск структурованих іпотечних облігацій. Спеціалізована іпотечна установа може створюватися на невизначений строк або на строк до повного погашення структурованих іпотечних облігацій. Спеціалізована іпотечна установа не може бути пов'язаною особою з особою, що здійснила відступлення прав вимоги за іпотечними активами, аудитором чи управителем іпотечним покриттям. Закон про іпотечні облігації містить також досить загальну норму, за якою до спеціалізованих іпотечних установ не застосовуються вимоги щодо достатності капіталу, ліквідності та ліцензування діяльності. До того ж, ліквідація спеціалізованої іпотечної установи до повного виконання зобов'язань за структурованими іпотечними облігаціями може здійснюватися виключно за рішенням суду. Разом з тим Закон України «Про іпотечні облігації» та Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» закріплюють деякі основоположні норми в сфері захисту переданих іпотечних активів у разі банкрутства одного з учасників (зокрема, безвідкличний характер придбання іпотечних активів, неможливість повернення іпотечних активів у разі банкрутства продавця таких активів, крім випадків, коли їх передача була здійснена внаслідок протиправних дій, про які спеціалізована іпотечна установа знала або повинна була знати, не включення іпотечних активів до ліквідаційної маси спеціалізованої іпотечної установи та управителя іпотечним покриттям). Водночас закріплення згаданих вище норм в діючому законодавстві України є явно недостатнім для належного створення та функціонування спеціальних юридичних осіб в Україні (зокрема, в частині захисту від банкрутства, юридичної відокремленості від ініціатора сек'юритизації, структури органів управління). Незважаючи на наявність положень діючого законодавства щодо можливості випуску структурова-



них цінних паперів за участі спеціалізованої іпотечної установи, на практиці учасники фінансового ринку не поспішають їх застосовувати. Найбільше причиною цього є не лише відсутність інвесторів, комплексний характер даних трансакцій, а й відсутність правового поля як для створення таких спеціальних юридичних осіб в Україні, так і для здійснення таких трансакцій. Великі надії в фінансовому секторі поклалися на Державну іпотечну установу. Однак особливості її правового статусу, як і характер діяльності, націлений на випуск звичайних, а не структурованих іпотечних облігацій, не дають достатніх підстав відносити її до категорії спеціалізованих іпотечних установ в розумінні Закону про іпотечні облігації.

На підставі здійсненого аналізу законодавства різних держав та врахову-

ючи наведені теоретичні й практичні аспекти здійснення сек'юритизації, на завершення даної статті зазначимо, що спеціальна юридична особа є юридично відокремленим та незалежним від ініціатора сек'юритизації утворенням, яке залежно від законодавства держави його створення може як мати, так і не мати правового статусу юридичної особи; наділене спеціальною правосуб'єктністю у зв'язку з обмеженою сферою діяльності, націленою на купівлю прав вимоги за грошовими зобов'язаннями та випуск боргових цінних паперів, забезпечених такими правами вимоги; характеризується особливою структурою органів управління та відсутністю штату працівників, а також користується особливим режимом ініціювання банкрутства та реорганізації.

### Список використаних джерел

1. Виговський О. Правові аспекти здійснення сек'юритизації активів // *Юридична Україна*. — 2016. — № 3—4. — С. 72—79.
2. Глібо С. Правове регулювання операцій банків з іпотечними облігаціями // *Вісник Національної академії правових наук України*. — 2014. — № 2 (77). — С. 111—121.
3. Глотов М. Деякі правові аспекти глобальної синтетичної сек'юритизації: чи є в цих процесах місце для України? // *Юридичний журнал*. — 2006. — № 4. — С. 113—116.
4. Колосінський І. Деякі питання сек'юритизації. URL: [http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post\\_14.html](http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post_14.html).
5. Колосінський І. Дієздатність спеціалізованих іпотечних установ // *Юридична Україна*. — 2012. — № 1. — С. 37—41.
6. Кузьмак О. М. Проблеми та перспективи розвитку сек'юритизації в Україні // *Інноваційна економіка*. — 2013. — № 2. — С. 269—271.
7. Xin Zhang. Trends And Developments In Cross-Border Securitisation, Part 1 // *Journal of International Banking & Financial Law*. — 2000. — Volume 15. — Issue 7.
8. Ramos-Muñoz D. Bankruptcy-remote transactions and bankruptcy law — a comparative approach (part 1): changing the focus on vehicle shielding // *Capital Markets Law Journal*. — 2015. — № 10 (2). — P. 239—274.
9. Wood Ph. *Law and Practice of International Finance* — London: Sweet & Maxwell, 2008. — 600 p.
10. Mantysaari P. *The law of corporate finance: general principles and EU law. Volume II: Contracts in general*. — Heidelberg: Springer, 2010. — 426 p.
11. Pearce II J. A. Special Purpose Vehicles in Bankruptcy Litigation // *Hofstra Law Review*. — 2011. — Vol. 40. — Issue 1. — Article 12. — P. 177—233.
12. Souleles N. Special Purpose Vehicle and Securitization. URL: <http://www.nber.org/chapters/c9619>.
13. Legal obstacles of cross-border securitizations in the EU (Report of EFMLG, 2007). URL: <http://www.efmlg.org/Docs/Documents/2007-05-07>.
14. Ramos-Muñoz D. Bankruptcy-remote transactions and bankruptcy law — a comparative approach (part 2): can parties validly waive bankruptcy proceedings? // *Capital Markets Law Journal*. — 2015. — Vol. 10. — № 3. — P. 362—389.
15. Ramos-Muñoz D. Living on the Edge: Securitization Supervision and Characterization Problems // *European Company Law*. — 2009. — №5. — P. 218—227.
16. Zanev V. Structured finance and securitisation in Luxembourg: overview. URL: <http://>

us.practicallaw.com/0-624-2615?q=&qp=&qo=&qe=.

17. Tomas A. Structured finance and securitisation in Italy: overview. URL: <http://us.practicallaw.com/9-611-8206>.

18. Закон Республики Казахстан от 20 февраля 2006 года № 126-III «О проектном финансировании и секьюритизации». URL: <https://www.zakon.kz/69507-zakon-respubliki-kazakhstan-ot-20.html>.

19. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 21.12.2013 № 379-ФЗ (действующая редакция, 2016). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_156007/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156007/).

20. Закон України «Про іпотечні облігації» № 3273-IV від 22 грудня 2005 року. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3273-15/page>.

***Дедовец Елена. Некоторые аспекты правового статуса специального юридического лица как основного участника секьюритизации активов.***

*В статье исследуются особенности правового статуса специального юридического лица («special purpose vehicle (SPV) company») как основного участника секьюритизации, а также определяются основные признаки, свойственные специальному юридическому лицу и формирующие его специальную правосубъектность. Особое внимание уделяется вопросу удаленности специального юридического лица от риска его банкротства и банкротства инициатора секьюритизации («originator»), а также принципу действительной продажи активов («true sale») в проектах секьюритизации. В рамках статьи анализируются подходы к правовому регулированию специального юридического лица в Люксембурге, Италии, России и Казахстане, а также особенности правового статуса специализированного ипотечного учреждения в Украине.*

***Ключевые слова:*** секьюритизация, специальное юридическое лицо, банкротство, действительная продажа, специализированное ипотечное учреждение.

***Didovets Olena. Some aspects of the legal status of the special purpose vehicle as the main participant of asset securitisation.***

*Securitisation is an advanced method of releasing capital, the importance of which for its participants and market as a whole is hard to diminish. Securitisation means the sale of receivables by an originator to a special purpose vehicle which issues asset-backed securities in order to finance the purchase. Paying due consideration to the absence of any comprehensive research in the field of securitisation transactions among the Ukrainian scientists, we consider this article relevant and important for developing legal science in Ukraine.*

*The article is dedicated to determination of the role and the legal status of the special purpose vehicle as the main participant of securitisation transactions. In this sense, special attention is given to the peculiarities of the legal status of the special purpose vehicle, organizational and legal forms of the special purpose vehicle and its special legal personality. Taking into account that the special purpose vehicle must be insulated and isolated from the insolvency of the originator, in other words be bankruptcy-remote from the originator in order to achieve the main purpose of the transaction, the bankruptcy remoteness principle is also a subject for study in this article. Moreover, we focus on the importance of the true sale concept in securitisation transactions. Furthermore, in this article some attention is given to possible substantive consolidation, veil piercing and re-characterization risk in securitisation projects.*

*The article deals with the approaches of legal regulation and special legal status of the special purpose vehicle in Luxembourg, Italy, Kazakhstan and Russia with a view to provide possible ways to solve the existing problems in the Ukrainian legislation in this field. Then, we proceed to analysis of the legal status of the special mortgage institution as an issue of mortgage structured bonds in Ukraine.*

*Finally, based on the analysis of the legislation, theoretical and practical aspects of securitisation transactions we provide the definition of the special purpose vehicle that shows the main peculiarities of such entity and its role in securitisation transactions.*

***Key words:*** securitisation, special purpose vehicle, bankruptcy, true sale, special mortgage institution.