

**ФІНАНСОВЕ ПРАВО**

**ДІДОВЕЦЬ О. М.,**  
аспірант кафедри  
міжнародного приватного права  
(Інститут міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка)

УДК 341.9

**ПРАВОВІ МЕХАНІЗМИ ЗНИЖЕННЯ РИЗИКІВ БАНКРУТСТВА  
У ПРОЕКТАХ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ**

У статті досліджено правові аспекти захисту спеціальної юридичної особи та інвесторів у проектах сек'юритизації активів від ризиків банкрутства ініціатора сек'юритизації та спеціальної юридичної особи. Особливу увагу звернено на аналіз законодавчо закріплених та договірних механізмів, поєднання яких створює належні умови для ефективної реалізації принципу захисту від ризиків банкрутства у проектах сек'юритизації.

**Ключові слова:** сек'юритизація активів, спеціальна юридична особа, банкрутство, принцип захисту від ризиків банкрутства, іпотечні облигації, правові гарантії.

В статье исследуются правовые аспекты защиты специального юридического лица и инвесторов в проектах секьюритизации активов от рисков банкротства инициатора секьюритизации и специального юридического лица. Особое внимание обращается на анализ законодательно закрепленных и договорных механизмов, сочетание которых создает надлежащие условия для эффективной реализации принципа защиты от рисков банкротства в проектах секьюритизации.

**Ключевые слова:** секьюритизация активов, специальное юридическое лицо, банкротство, принцип защиты от рисков банкротства, ипотечные облигации, правовые гарантии.

The article is dedicated to the research of the legal aspects of the protection of a special purpose vehicle and investors in the asset securitisation projects from the risks of bankruptcy of the originator and the special purpose vehicle. Special attention is paid to the analysis of legislative and contractual mechanisms, the combination of which creates proper conditions for the effective implementation of the principle of bankruptcy remoteness in the securitisation projects.

**Key words:** asset securitisation, special purpose vehicle, insolvency, bankruptcy remoteness principle, mortgage bonds, legal guarantees.

**Вступ.** Розпочати дослідження, присвячене питанням банкрутства у проектах сек'юритизації, хотілося б словами науковця, внесок якого у розвиток правової науки у сфері сек'юритизації є визначним. Так, в одній зі своїх публікацій Д. Рамос Муньос зазначив, що сек'юритизація не може більше розцінюватися як спірний чи «маргінальний» випадок, не застосовуватися через припущення про її недостатню важливість чи зображуватися в яскра-



вих фарбах як негативна інновація. Натомість вже час визнати, що сек'юритизація заслуговує на головну роль, складність якої породжує не менш суттєві суперечки щодо застосування правових норм, принципів та доктрин у сфері банкрутства зокрема [1, с. 7].

Зважаючи на всі переваги сек'юритизації та комплексність такого роду проектів, потреба в передбаченні належного правового регулювання у цій сфері на законодавчому рівні держав є очевидною. Здійснення сек'юритизації активів охоплює та зачіпає різні аспекти правовідносин, які підпадають під регулювання різних галузей та інститутів права, зокрема цивільного права, корпоративного права, фінансового та банківського права, права у сфері банкрутства. Водночас важко не погодитися з тим, що особливо гостро за здійснення сек'юритизації постає питання банкрутства учасників проекту та захисту інтересів інвесторів – власників цінних паперів від можливих наслідків банкрутства та пов'язаних із ним ризиків. Останнє з першого погляду може здатися дещо дивним, оскільки однією з основних цілей банкрутства ще, мабуть, із самих витоків інституту банкрутства є його націленість на захист прав кредиторів, якими в таких проектах інвестори й виступають (стосовно спеціальної юридичної особи). Інакше кажучи, у такому разі банкрутство має захищати, а не від нього треба захищатися. Однак не у проектах сек'юритизації активів.

В Україні на сьогодні, на жаль, лише невелика кількість науковців присвячує свої дослідження питанням сек'юритизації, зокрема О. Виговський, С. Глібко, М. Глотов, І. Колосінський та деякі ін. Цей напрямок дослідження лише починає розвиватися на теренах української науки. Водночас серед іноземних вчених дослідження правових аспектів сек'юритизації займає почесне місце, свідченням чого є значний науковий доробок у цій сфері Ф. Вуда, Д. Рамоса Муньоса, С. Шварца, А. Хадсона, Х. Бера, Ж. де Вриз Роббе, П. Алі та ін.

**Постановка завдання.** У статті буде зроблено спробу дослідити та проаналізувати правові аспекти захисту як спеціальної юридичної особи (англ. *«special purpose vehicle»*) або *«special purpose entity»*), яка виступає покупцем активів та емітентом цінних паперів у проектах сек'юритизації, так і самих таких активів від ризиків банкрутства ініціатора сек'юритизації (англ. *«originator»*) та спеціальної юридичної особи. Метою статті є визначити, наскільки застосування певних законодавчо закріплених механізмів дозволяє забезпечити захист від ризиків банкрутства у проектах сек'юритизації, а також у якій мірі такий захист може бути досягнутий завдяки обмеженню можливості ініціювати банкрутство спеціальної юридичної особи в договірному порядку та наскільки таке обмеження є дієвим у правовому полі.

**Результати дослідження.** Так, одним із ключових принципів сек'юритизації є принцип захисту від ризиків банкрутства (англ. *«bankruptcy remoteness principle»*). Цей принцип, як зазначає Д. Рамос Муньос, доречно розглядати з позиції двох підходів: класичного та ускладненого [2, с. 9]. Під класичним підходом розуміють, як правило, уникнення ризиків банкрутства ініціатора сек'юритизації шляхом відокремлення активів, що передаються у процесі сек'юритизації від активів ініціатора сек'юритизації, що здійснюється шляхом дійсного продажу таких активів (англ. *«true sale»*). У такий спосіб у разі банкрутства ініціатора сек'юритизації передані активи не можуть бути повернуті ініціатору сек'юритизації та включені до складу конкурсної маси останнього. Крім того, цей принцип включає також такий аспект, як неможливість ініціатора сек'юритизації або іншої особи здійснити ліквідацію спеціальної юридичної особи або переданих активів [2, с. 9–10].

Ускладнений підхід до розуміння принципу захисту від банкрутства у проектах сек'юритизації включає в себе як описані вище аспекти класичного підходу, так і неможливість ініціювання процедури банкрутства щодо самої спеціальної юридичної особи [2, с. 10]. Практика здійснення проектів сек'юритизації показує, що таке можливо досягти шляхом поєднання низки законодавчих норм, закріплених державами для цілей здійснення сек'юритизації, та договірних механізмів. У рамках цього дослідження не будемо розділяти класичний та ускладнений підходи, а об'єднаємо їх під спільним поняттям принципу захисту від банкрутства у проектах сек'юритизації.

Відмітимо, що принцип захисту від ризиків банкрутства на сьогодні не є юридично закріпленим поняттям. Важливий внесок у частині визначення цього поняття було зроблено



у 2013 р. у справі «*Re Doctors Hospital of Hyde Park Inc.*», у якій суддя охарактеризував утворення, яке користується захистом від банкрутства, як структуру, яка дозволяє виділити групу активів із метою їх захисту від включення до конкурсної маси у разі ініціювання процедури банкрутства [1, с. 4]. Як бачимо, у рамках згаданої справи суддею було зроблено акцент на тому, що першочергово саме активи, які передаються у процесі сек'юритизації, мають бути захищені від будь-яких ризиків, пов'язаних із банкрутством.

О. Іванов принцип захисту від банкрутства зводить до наявності визначених правових гарантій, які забезпечують захист кредиторів спеціальної юридичної особи від її ліквідації (банкрутства) проти волі кредиторів [4, с. 68].

Доповнюючи вищезазначене, питання рівня захисту від банкрутства у проектах сек'юритизації береться до уваги на всіх етапах трансакції, але особливо прискіпливо аналізується рейтинговими агентствами у процесі реалізації їх основної функції – визначення та присвоєння рейтингу цінним паперам. Оцінюючи якість структури, рейтингові агентства виходять із припущення, що після здійснення продажу активів ініціатор сек'юритизації може бути визнаний банкрутом (такий ризик не можна виключати), тому варто переконатися в тому, що у разі ініціювання процедури банкрутства щодо ініціатора сек'юритизації активи спеціальної юридичної особи у жодному разі не будуть включені до його конкурсної маси [5, с. 120].

Рейтингові агентства зосереджують увагу на такому [5, с. 121]. По-перше, відступлення активів спеціальній юридичній особі повинно визнаватися дійсним продажем та відповідати вимогам чинного законодавства, що застосовується до трансакції. По-друге, здійснюючи покупку активів, спеціальна юридична особа має отримувати юридично дійсні права на передані активи та у разі неплатоспроможності боржників мати можливість у такий спосіб користуватися щодо них правами кредитора. По-третє, якщо ініціатор сек'юритизації після продажу активів продовжує здійснювати їх обслуговування, то грошові потоки, отримані за рахунок переданих у процесі сек'юритизації активів, не повинні змішуватися з іншими грошовими потоками ініціатора сек'юритизації від його господарської діяльності.

Можливими ризиками, які можуть проявитися з особливо критичними наслідками у разі банкрутства ініціатора сек'юритизації (зокрема, включення переданих активів до конкурсної маси ініціатора сек'юритизації), є недійсність правочину із продажу переданих активів (наприклад, як наслідок вчинення шахрайських дій) або визнання судом такого правочину удаваним та здійснення так званої його «перекваліфікації» як забезпеченого кредиту або застави [6, с. 74]. Умови дійсного продажу активів та ризик «перекваліфікації» потребують окремого детального аналізу, а тому виведені за межі предмета дослідження цієї статті. Водночас на одному з аспектів дійсного продажу активів, зокрема умові, відповідно до якої правочин із продажу активів у процесі сек'юритизації не повинен ставити в невідгідне фінансове становище ініціатора сек'юритизації [5, с. 120] (зокрема, мати наслідком його неплатоспроможність), пропонуємо зупинитися. Недотримання зазначеної умови стає помітним з огляду на наслідки, що можуть мати місце у разі початку процедури банкрутства ініціатора сек'юритизації. Так, законодавство деяких держав містить норми, які допускають у рамках процедури банкрутства можливість включення до конкурсної маси активів, які були відчужені протягом визначеного проміжку часу до початку процедури банкрутства продавця таких активів у зв'язку з визнанням недійсним договору продажу таких активів [7, с. 307]. Наприклад, у Франції договір за законом 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 [8]. Договір, укладений на оплатній основі, може бути визнаний судом недійсним, якщо сторона договору на момент його укладання знала про фінансову неспроможність іншої сторони [8]. 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 зі сторін [8]. Подібні норми визнання недійсності угод можна знайти і в Кодексі про банкрутство Німеччини.



Такого роду застереження можна побачити і в українському законодавстві. Відповідно до ч. 1 ст. 20 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» від 14 травня 1992 р. № 2343-ХІІ договори, укладені за участі боржника протягом одного року, що передували порушенню справи про банкрутство, можуть бути, відповідно, визнані недійсними або спростовані господарським судом у межах провадження у справі про банкрутство за заявою арбітражного керівника або конкурсного кредитора. Договір може бути визнаний недійсним також у разі, якщо відчуження майна за ним було здійснено за нижчими або вищими цінами від ринкових, 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 [9].

Іншим одним із найбільш яскраво виражених ризиків у разі банкрутства ініціатора сек'юритизації є консолідація активів останнього з активами спеціальної юридичної особи. Як концепція, консолідація активів є відомою лише праву США, будучи за своєю суттю багато в чому подібною до концепції зняття корпоративної завіси (англ. «*piercing the corporate veil*»), притаманної англійському праву [2, с. 32]. Остання, як правило, застосовується судами у разі наявності ознак шахрайства або введення в оману.

Д. Рамос Муньос схиляється до думки, що випадки консолідації активів є можливими лише у разі явного «змішування» активів осіб або у тому разі, якщо кредитори сприймають осіб як одного господарюючого суб'єкта [1, с. 18]. У таких випадках консолідація активів є необхідною з метою захисту законних очікувань та інтересів кредиторів і унеможливлення незаконного виведення активів. Що ж стосується проектів сек'юритизації із залученням спеціальної юридичної особи, якій притаманний високий рівень захисту від банкрутства, то ризик консолідації активів спеціальної юридичної особи та ініціатора сек'юритизації у разі банкрутства останнього є мінімальним за умови дотримання всіх необхідних умов у процесі створення спеціальної юридичної особи та структурування проекту (спеціальна юридична особа не є пов'язаною особою з ініціатором сек'юритизації, здійснення діяльності від свого імені, здійснення розрахунків зі своїх фондів, ведення окремої бухгалтерської звітності, наявність власних банківських рахунків, обмеження діяльності з ініціатором сек'юритизації та пов'язаними з ним особами) [1, с. 18].

Науковець відносить можливість консолідації активів та зняття корпоративної завіси у проектах сек'юритизації до категорії швидше теоретичних ризиків, а не практичних, мотивуючи це тим, що у разі, якщо ініціатор сек'юритизації не здійснює регулярну заміну активів зі сформованого та переданого спеціальній юридичній особі пулу активів, то в інших випадках малоімовірно, що суди будуть вдаватися до доктрини консолідації активів. Крім того, суди звертають увагу на наміри сторін та їхні очікування під час здійснення трансакції. Так, у справі «*Re CEIDCO*» суд надав відмову в частині можливості застосувати консолідацію активів із мотивів несправедливості застосування консолідації активів у разі, коли сторони під час здійснення правочину поклалися на відокремленість та самостійність учасників такої трансакції, не розглядаючи останніх як одного господарюючого суб'єкта [1, с. 34].

Іншим ключовим критерієм здійснення сек'юритизації є уникнення можливості визнання банкрутом спеціальної юридичної особи. Недотримання такої умови може піддати сумніву весь проект та стати основною перешкодою на шляху досягнення визначеної мети сек'юритизації. Задля мінімізації ризику визнання спеціальної юридичної особи банкрутом використовуються різні законодавчі механізми та договірні техніки, націлені на обмеження здатності спеціальної юридичної особи бути банкрутом, блокування можливості ініціювання добровільного (органами самої спеціальної юридичної особи) та примусового банкрутства (кредиторами) спеціальної юридичної особи.

Деякі дослідники висувують можливість створення спеціальної юридичної особи у формі такої юридичної особи, яка б не могла через свою правову природу виступати боржником [12, с. 557]. В Англії, наприклад, щодо трасту у його чистому прояві (уточнимо, що відповідно до законодавства деяких держав спеціальна юридична особа може створюватися у формі трасту) не може бути ініційована процедура банкрутства у зв'язку з тим, що траст не



відноситься до категорії тих осіб, щодо яких процедура банкрутства може бут застосована [3, с. 368].

Показовою у фінансовому секторі та вельми інформативною у сфері сек'юритизації є справа «Coeur Défense», яку не можемо оминати в рамках дослідження питання захисту від банкрутства у проектах сек'юритизації [10].

«SAS Heart of La Défense» (далі – HOLD) здійснив купівлю «Coeur Défense» – 39-поверхової офісної будівлі, яка вважається одним із найбільших офісних центрів у Європі. Фінансування покупки було здійснене з використанням позичкових коштів – іпотечного кредиту, який надалі був сек'юритизований. У зв'язку з банкрутством «Lehman Brothers International» та «Lehman Brothers Inc.», які виступали контрагентами зі своєю та гарантми у процесі здійснення фінансування проекту, HOLD необхідно було знайти їм заміну під загрозою дефолту за кредитним договором. Здійснити відповідну заміну у зв'язку з фінансовою кризою не вдалося, і спеціальна юридична особа, що виступала емітентом цінних паперів у рамках проекту сек'юритизації, ініціювала проведення зборів інвесторів із питанням щодо можливої дострокової виплати за кредитом та початку процедури примусового стягнення забезпечення. HOLD разом із холдинговою компанією звернулися до суду з позовом про застосування захисних заходів (франц. «procédures de sauvegarde»). Під *procédures de sauvegarde* у французькому праві розуміють процедуру, у рамках якої до юридичної особи, яка є ще платоспроможною, але такою, що не може повною мірою належним чином виконувати свої зобов'язання, може бути застосований план реструктуризації (до якого можуть входити заходи з реструктуризації боргу, зміна структури капіталу компанії, заміна боргових зобов'язань на акції, продаж активів, частковий продаж бізнесу) як превентивний захід на підставі рішення суду та під його контролем [11].

За результатами першого розгляду справи суд прийшов до висновку, що фінансова ситуація, що склалася, ставить HOLD у таке становище, за якого останній не може належним чином виконувати свої фінансові зобов'язання, що може мати наслідком зупинення сплати платежів, і було погоджено план із застосування захисних заходів, у рамках якого кредитори HOLD повинні були зупинити будь-які ініційовані щодо нього процедури та були погоджені умови реструктуризації боргу за кредитом. Зазначене рішення було оскаржене в апеляційному суді за позовом спеціальної юридичної особи, яка повинна була вдатися до таких заходів з метою захисту власних інтересів та інтересів інвесторів. Апеляційний суд прийшов до висновку про необґрунтованість рішення суду першої інстанції та скасував його, основуючись на тому, що щодо HOLD недостатньо підстав ініціювати процедуру вжиття захисних заходів, оскільки витрати на хеджування не зачіпають його основних доходів та значною мірою не впливають на основний бізнес HOLD. Однак після розгляду цієї справи судом касаційної інстанції рішення апеляційного суду було переглянуто та суд прийшов до висновку, що процедура застосування захисних засобів може застосовуватися до будь-якого боржника, що зіштовхнувся із проблемами у сфері виконання зобов'язань, які він неспроможний вирішити, незалежно від їх природи та незалежно від того, чи є такий боржник операційною чи холдинговою компанією або спеціальною юридичною особою (зокрема, у проектах сек'юритизації).

Як бачимо, таке рішення французьких судів підтверджує ту позицію, що спеціальна юридична особа навіть із врахуванням особливостей її правового статусу все ж таки може виступати боржником за зобов'язаннями.

Як уже згадувалося раніше, спеціальна юридична особа повинна бути юридично відокремленою від ініціатора сек'юритизації та вести свою діяльність самостійно і незалежно від останнього. Певною мірою питання юридичної відокремленості спеціальної юридичної особи від ініціатора сек'юритизації було розкрито у справі «*Re Doctors Hospital of Hyde Park*», у розгляді якої суд апеляційної інстанції піддав сумніву ступінь відокремленості спеціальної юридичної особи від ініціатора сек'юритизації та її захист від ризиків банкрутства [1, с. 21].

Підставами для виникнення таких підозр стали такі факти або відсутність підтвердження їх спростування: відсутність фактичного місцезнаходження спеціальної юридичної



особи, телефонного номера, банківських рахунків, відкритих на ім'я спеціальної юридичної особи, представницької документації спеціальної юридичної особи (листування спеціальної юридичної особи оформлювалося на бланках ініціатора сек'юритизації) і т. п. Повторний розгляд справи спеціалізованим судом після здійснення додаткового вивчення доказів та фактичних обставин справи все ж таки підтвердив відповідність спеціальної юридичної особи стандартам такого роду утворень, що склалися на фінансовому ринку в частині юридичної відокремленості та захисту від банкрутства, і суд прийшов до висновку, що відсутність адреси та представницької документації є меншою мірою важливим фактом порівняно з наявністю окремих рахунків, які забезпечують ведення самостійної діяльності [1, с. 21–22].

Одним зі способів забезпечення захисту спеціальної юридичної особи від банкрутства є визначення в її установчих чи інших корпоративних документах умови про неможливість добровільного банкрутства спеціальної юридичної особи. Однак у такому разі залишається ризик оскарження такої умови в частині її юридичної дійсності [12, с. 557]. Більш прийнятним способом блокування можливості добровільного банкрутства спеціальної юридичної особи є обмеження повноважень директорів останньої щодо можливості добровільного банкрутства спеціальної юридичної особи. Це забезпечується шляхом призначення незалежного директора та закріплення в корпоративних документах умови щодо одностайності прийняття рішення щодо добровільного банкрутства. Такі обмеження не є панацеєю від банкрутства спеціальної юридичної особи, але можуть певною мірою ускладнити ініціювання такої процедури без наявності суттєвих підстав. У процесі розгляду питання повноважень директорів у частині ініціювання процедури банкрутства наводять справу «*Re Kingston Square*», яка піддає сумніву належне виконання своїх функцій незалежним директором, який в обставинах дефолту та ініціювання процедури звернення стягнення утримався від прийняття рішення щодо банкрутства [2, с. 58].

Відомою є також справа «*Re General Growth Properties*», де структура залучених учасників була досить складною та включала значну кількість спеціальних юридичних осіб. За ініціювання процедури банкрутства незалежні директори спеціальних юридичних осіб (якими були одні і ті ж особи у всіх спеціальних юридичних особах) повинні були надати свою згоду, що і було ними зроблено. Наслідком такого рішення незалежних директорів стали позови кредиторів тих спеціальних юридичних осіб, які, на їхню думку, були повною мірою платоспроможними і не було необхідності розпочинати процедуру банкрутства щодо них. Аргументація суду була дещо неочікуваною: такі вимоги та аргументи кредиторів не були враховані судом із тих підстав, що банкрутство інших компаній, що входили до складу групи, на думку суду, мало безпосередній зв'язок із цими спеціальними юридичними особами та могло здійснити безпосередній вплив на платоспроможність останніх [2, с. 59]. Крім того, судом було відмічено, що директори до моменту банкрутства компанії повинні діяти в інтересах акціонерів (учасників) такої компанії, а не її кредиторів [2, с. 60].

Золотим правилом у проектах сек'юритизації є обмеження вимог інвесторів – держателів цінних паперів, які також виступають основними (а в ідеальному варіанті – єдиними) кредиторами спеціальної юридичної особи, лише тими активами, які передані як забезпечення за випущеними цінними паперами. Це також означає, що вимоги інвесторів не повинні задовольнятися за рахунок інших активів спеціальної юридичної особи (якщо такі взагалі наявні) (англ. «*limited recourse*»), у такий спосіб фактично унеможливаючи ініціювання інвесторами процедури банкрутства спеціальної юридичної особи.

Зазначені умови реалізуються на практиці шляхом закріплення відповідних положень у договірному порядку та в документації з випуску цінних паперів. Однак можливі й інші варіації обмеження вимог кредиторів лише визначеною групою активів. Показовою у такому разі є справа «*BNY Corporate Trustee Services Ltd v Eurosail-UK 2007-3BL PLC & 7 Ors [2010] EWHC 2005 (Ch)*» [13]. У цій справі за розміщення цінних паперів було закріплено можливість використання опціону «кол» після здійснення процедури звернення стягнення на предмет забезпечення (англ. «*post-enforcement call option*») (далі – «PECO»), який передбачав, що у разі, якщо забезпечення недостатньо для покриття всіх зобов'язань за випущеними



цінними паперами, то пов'язана зі спеціальною юридичною собою компанія здійснить реалізацію свого права за РЕСО та викупить усі випущені цінні папери за їх номінальною вартістю. Цікавими були також висновки суду в цій справі, зокрема було відмічено, що захист від ризиків банкрутства та настання події невиконання зобов'язань за договором – дефолту є різними понятійними категоріями. Водночас, якщо РЕСО може певною мірою вплинути на перше, то жодним чином не може здійснити вплив на останнє. Також судом було зазначено, що РЕСО є дієвим методом захисту емітента від банкрутства, незважаючи на те, що РЕСО може не вплинути на критерії балансового обліку юридичної особи (що було доведено у процесі розгляду цієї справи).

Ще одним важливим договірним механізмом захисту спеціальної юридичної особи від банкрутства є передбачення в договірному порядку умов про відмову кредиторів від ініціювання процедури банкрутства спеціальної юридичної особи (так звані «no-action», «non-petition clauses»). Однак зазначені умови часто піддаються критиці з підстав їх дійсності та можливого оскарження [3, с. 367]. Центральне місце серед таких договірних застережень займають застереження про колективні дії (англ. «*collective action clauses*») [3, с. 380]. Керуючись такими застереженнями, видається можливим ініціювати банкрутство компанії лише на підставі колективного позову всіх кредиторів, а не на підставі індивідуальних позовів кредиторів.

Зупиняючись на питанні захисту спеціальної юридичної особи від банкрутства, Х. Бер [5, с. 122–123] зосереджує свою увагу на тому, що діяльність спеціальної юридичної особи повинна зводитися лише до придбання активів у процесі сек'юритизації та випуску цінних паперів. Права спеціальної юридичної особи щодо вступу в будь-які інші зобов'язання, крім зазначених вище, повинні бути чітко обмежені (за виключенням деяких випадків, наприклад, якщо черговість виконання нових зобов'язань є нижчою за зобов'язаннями перед власниками цінних паперів). Спеціальна юридична особа не має права здійснювати подальший продаж переданих активів третім особам, крім виключних випадків та за умови, що такі треті особи користуються таким самим рівнем захисту від банкрутства, як спеціальна юридична особа. При цьому право застави власників цінних паперів та права щодо реалізації переданих активів не повинні піддаватися змінам. Х. Бер зазначає, що спеціальна юридична особа після випуску цінних паперів не може бути ліквідована або іншим чином реорганізована.

**Висновки.** Підсумовуючи викладене вище, зазначимо, що саме дотримання принципу захисту від ризиків банкрутства є однією з тих основних «життєво важливих» умов для здійснення сек'юритизації активів, які безпосередньо впливають на успішність таких трансакцій. Принцип захисту від ризиків банкрутства у проектах сек'юритизації забезпечується шляхом використання різних законодавчо закріплених новел та договірних механізмів, які можуть дещо відрізнятися залежно від застосовуваного права, але в обов'язковому порядку мають поєднуватися з метою ефективного реалізації цього принципу. Це пояснюється тим, що відсутність спеціальних правових норм, закріплених на законодавчому рівні держави у сфері сек'юритизації, не може бути альтернативно замінено договірним регулюванням між учасниками проекту, зокрема в частині питань банкрутства. При цьому відмітимо, що не всі договірні механізми можуть бути беззастережно застосовані з метою мінімізації ризиків банкрутства з огляду на законодавчі особливості на рівні різних держав та імперативні норми права.

Навіть враховуючи вищезазначене, повною мірою виключити можливість банкрутства спеціальної юридичної особи не можна (наприклад, у спеціальної юридичної особи може виникнути заборгованість перед державою, зокрема щодо сплати податків), але обмеження видів діяльності спеціальної юридичної особи, ускладнення процедури ініціювання її добровільного та примусового банкрутства, відсутність контрагентів та штату працівників зводять можливість настання банкрутства до мінімуму. Водночас юридична відокремленість спеціальної юридичної особи від ініціатора сек'юритизації та дотримання умови дійсного продажу активів забезпечать захист переданих у процесі сек'юритизації активів від можли-



вого їх повернення ініціатору сек'юритизації у разі банкрутства останнього, створивши всі умови для забезпечення прав та інтересів інвесторів.

З огляду на вищезазначене пропонуємо визначити принцип захисту від ризиків банкрутства під час здійснення сек'юритизації активів як сукупність правових гарантій, що можуть бути закріплені на законодавчому рівні держав та/або визначатися сторонами в договірному порядку і які спрямовані на ізоляцію активів, переданих у процесі сек'юритизації від їх включення до конкурсної маси ініціатора сек'юритизації у разі його банкрутства, та обмеження можливості визнання спеціальної юридичної особи банкрутом із метою забезпечення прав та інтересів власників цінних паперів, випущених у процесі сек'юритизації та забезпечених такими активами.

#### Список використаних джерел:

1. Ramos Muñoz D. Bankruptcy-remote transactions and bankruptcy law – a comparative approach (part 1): changing the focus on vehicle shielding / D. Ramos Muñoz // *Capital Markets Law Journal*. – 2015. – № 10 (2). – P. 239–274 [Electronic resource]. – Access mode : [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2733613](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2733613).
2. Ramos Muñoz D. Bankruptcy law v bankruptcy-remote structures. Harmony out of dissonance? / D. Ramos Muñoz [Electronic resource]. – Access mode : [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2407940](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2407940).
3. Ramos Muñoz D. Bankruptcy-remote transactions and bankruptcy law – a comparative approach (part 2): can parties validly waive bankruptcy proceedings? / D. Ramos Muñoz // *Capital Markets Law Journal*. – 2015. – Vol. 10. – № 3. – P. 362–389 [Electronic resource]. – Access mode : [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2733616](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2733616).
4. Иванов О.М. Секьюритизация кредита: три вызова праву / О.М. Иванов // *Вестник Университета имени О.Е. Кутафина*. – 2016. – № 2. – С. 58–77.
5. Бэр Х.П. Секьюритизация активов / Х.П. Бэр. – М. : Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
6. Виговський О. Правові аспекти здійснення сек'юритизації активів / О. Виговський // *Юридична Україна*. – 2016. – № 3–4. – С. 72–79.
7. Дідовець О. Питання захищеності від банкрутства в угодах сек'юритизації активів / О. Дідовець // *Європейський політико-правовий дискурс*. – 2015. – № 4. – С. 307–311.
8. Touraine H. Structured finance and securitisation in France / H. Touraine, O. Bernard [Electronic resource]. – Access mode : <http://uk.practicallaw.com/4-501-0172#>.
9. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом : Закон України від 14 травня 1992 р. № 2343-ХІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2343-12/print1437385793721363>.
10. Robé J.-P. Coeur Défense Judgment Broadens Scope of French Safeguard Procedures / J.-P. Robé., W. McArdle [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/RobeMcArdle-CoeurDefenseJudgmentBroadensScopeofFrench.pdf>.
11. Talbourdet P. Restructuring and insolvency in France : [overview] / P. Talbourdet, J. Gumpelson [Electronic resource]. – Access mode : <http://uk.practicallaw.com/1-501-6905?service=crossborder#a544456>.
12. Souleles N. Special Purpose Vehicle and Securitization / N. Souleles, G. Gorton [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.nber.org/chapters/c9619>.
13. Net liabilities + post enforcement call option = balance sheet insolvency? Lessons from Eurosail [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.slaughterandmay.com/media/1626404/net-liabilities-post-enforcement-call-option-balance-sheet-insolvency-lessons-for-eurosail.pdf>.
14. Pearce II J.A. Special Purpose Vehicles in Bankruptcy Litigation / J.A. Pearce II, I.A. Lipin // *Hofstra Law Review*. – 2011. – Vol. 40. – Issue 1. – Article 12. – P. 177–233.

