CMRBAS 2024

Инфраструктура рынка секьюритизации

Сергей САМОХВАЛОВ,
советник, «Меллинг, Войтишкин и партнеры»

Вадим ЛОМОВЦЕВ,
юрист, «Меллинг, Войтишкин и партнеры»

Швейцарский нож рынка капитала

Специализированное общество является, пожалуй, одной из самых удачных конструкций, разработанных в российском правовом поле. За недолгую историю существования специализированных обществ многие сделки с их использованием стали обыденностью. Например, сделки ипотечной секьюритизации глубоко укоренились на российском рынке капитала. В этой статье мы коснемся более смелых и инновационных идей, где преимущества специализированного общества могут быть особенно полезны.

ЧТО МОЖЕТ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ОБЩЕСТВО, А ЧЕГО НЕ МОЖЕТ

Компания специального назначения (спецюрлицо, Special Purpose Vehicle, или SPV) обладает рядом отличительных признаков.

Во-первых, это ограниченная правоспособность, которая сводится к совершению действий, необходимых для достижения конкретных целей, указанных в законе и конкретизированных в уставе (например, приобретение портфеля кредитов или иного актива за счет средств, полученных от размещения облигаций).

Во-вторых, акционером / участником SPV выступает структура, не имеющая бенефициаров. Отсутствие бенефициаров необходимо, чтобы инвесторы оставались единственными выгодоприобретателями и получателями дохода по сделке. SPV не может иметь штат сотрудников. Функции по управлению передаются независимой профессиональной организации, оказывающей такие услуги, не связанной с заемщиком (продавцом актива / оригинатором). Это, помимо прочего, позволяет ограничить круг потенциальных кредиторов SPV, обеспечив приоритет инвесторов в отношении любых активов SPV.

В-третьих, SPV не может по своему усмотрению совершать ряд корпоративных действий — добровольная ликвидация и реорганизация SPV ограничены, принятие ряда решений может быть передано на усмотрение инвесторов, а управляющая компания и кредиторы могут быть ограничены в праве обращения в суд с требованием о признании SPV банкротом. Другими словами, любые элементы сдел-

ки, которые могли бы привести к уменьшению объема или стоимости активов SPV, доступных инвесторам, или нарушению заранее согласованной очередности распределения доходов исключены или сильно ограничены специальным статусом SPV.

В России SPV было впервые упомянуто в Законе об ипотечных ценных бумагах в 2003 году, а первый российский SPV был создан в 2006 году. В 2014 году вступили в силу изменения в Закон о рынке ценных бумаг, вводившие два новых типа SPV: специализированное финансовое общество (СФО) и специализированное общество проектного финансирования (СОПФ).

До появления нормативно-правовой базы, посвященной SPV, проекты структурного финансирования приходилось реализовывать через обычный ООО без специального статуса. Все ограничения деятельности ООО закреплялись только на уровне устава. Тем не менее в нашей практике нам удавалось найти аргументы и возможные структуры проекта, позволяющие удовлетворить повышенные требования инвесторов и рейтинговых агентств, предъявляемые к проектам структурного финансирования, и учесть требуемую специфику SPV[1].

Несмотря на это вариант с обычным ООО имеет недостатки и в итоге несет больше рисков для инвесторов, чем вариант с использованием SPV, чья деятельность урегулирована законом. Например, специализированные общества освобождены от уплаты налога на прибыль. Это существенно упрощает налоговый анализ и снижает риски налоговых потерь для инвесторов.

С развитием регулирования росла роль SPV и проектов с его использованием. С помощью российского SPV нам удавалось структурировать проекты с самыми разнообразными задачами, начиная от структурного финансирования, заканчивая венчурными проектами и проектами pre-IPO. Исключительную популярность российские SPV получили в прошлом году. Как в настоящем многофункциональном швейцарском ноже, оказалось, что у SPV есть дополнительная отмычка, спрятанная от всех до тех пор, пока в ней не возникла необходимость. Хотя на самом деле эта особенность SPV известна давно: при некоторых условиях наличие SPV создает условия для внешней анонимности владения и управления активами.

Чего же не может российский SPV? Простой ответ — не может осуществлять «обычной» коммерческой деятельности: то есть иметь штат сотрудников, вести деятельность, не связанную с целями его создания, конкретно определенными в уставе. Более развернутый ответ на этот вопрос существенно сложнее и в каждом случае анализируется отдельно исходя из потребностей сделки, положений закона, разъяснений регулятора, налоговых последствий и рыночной практики.

В перспективе отдельные элементы анализа этого вопроса хотелось бы упростить, чтобы дать рынку по-настоящему гибкую структуру, значение которой в текущих реалиях, как нам кажется, только возрастает.

В частности, по-прежнему сохраняется доля неопределенности в вопросе правоспособности некоммерческих фондов, используемых в качестве акционеров / участников российских SPV. Фонд вправе выступать учредителем другого юридического лица, только если он действует в рамках «некоммерческой» цели, определенной уставом фонда. Ранее вместо российского фонда использовались иностранные образования, такие как нидерландский штихтинг. Полноценного аналога штихтинга в России нет. Для совершенствования отечественной инфраструктуры было бы полезно уточнить Закон о некоммерческих организациях в отношении статуса, правоспособности и органов управления российских фондов.

Другой вопрос, который усложняет жизнь банков при использовании российского SPV, касается правил формирования резервов на возможные потери по ссудам. Не секрет, что к оценке «качества» российских SPV применяются такие же правила, как и для обычных заемщиков. Кредит может требоваться для финансирования текущих расходов SPV, а также для создания резервных фондов для ком-

[1] По одному из таких проектов рейтинг инвестиционного уровня был присвоен сразу двумя рейтинговыми агентствами.

форта инвесторов. Зачастую банки вынуждены формировать резервы по такому кредиту в большем размере, чем это действительно необходимо, так как специально созданное под сделку SPV не может выполнить формальные требования, предъявляемые к отчетности, наличию активов и исполненных перед банком обязательств для отнесения кредита к более высокой категории качества. Между тем, при кредитовании SPV дополнительных рисков для банка не возникает, поскольку исполнение обязательств по кредиту зависит от качества актива, приобретаемого SPV, который выбирает и оценивает сам банк. Но формальные правила часто препятствуют логически справедливой оценке рисков, приводя к повышенным резервам по кредитам, выданным SPV.

Вопрос расширения правоспособности SPV также неоднократно поднимался среди участников рынка. Такие вопросы возникали в связи с лизинговыми активами, владением долями ООО, факторингом, ЦФА[1] и прочей деятельностью SPV, которая в некоторых случаях неоправданно ограничена (в частности, в иностранных юрисдикциях такие ограничения либо отсутствуют, либо решаются за счет более сложных конструкций, которых нет в российском праве, — например траст). Не менее важным вопросом, который в текущих условиях может влиять на стоимость фондирования, привлекаемого через SPV, остается вопрос с НДС и налогом на прибыль для продавца актива (оригинатора / заемщика).

КАК СПЕЦИАЛЬНЫЕ ПРИЗНАКИ И ВОЗМОЖНОСТИ SPV ПОМОГАЮТ В ПРОЕКТАХ

Использование SPV позволяет обособить финансовый актив на его балансе и передать денежный поток от финансового актива инвесторам. Некоторые финансовые активы (например, денежные требования по потребительским кредитам) могут приобретать только российские SPV. В сделках структурного финансирования вопрос изоляции финансового актива от риска банкротства оригинатора или спонсора является одним из ключевых. Если сделка структурирована правильно, то банкротство оригинатора или спонсора не будет оказывать влияния на платежеспособность SPV. Как следствие, инвестор может быть уверен в том, что при оценке риска финансирования решающим является только кредитное качество финансового актива, изолированного на балансе SPV. Дополнительный комфорт инвесторам предоставляют положения Закона о банкротстве, предусматривающие специальную процедуру для банкротства SPV под контролем инвесторов. Освобождение SPV от уплаты налога на прибыль организаций позволяет избежать налогообложения прибыли на уровне SPV и перенести его на уровень конечных инвесторов (по аналогии с паевыми фондами). То есть инвестор получает изолированный в его пользу денежный поток / актив, а оригинатор (заемщик / продавец актива) — возможность улучшить финансовые показатели, уменьшив долговую нагрузку и, при определенных обстоятельствах, разгрузку капитала.

Дополнительная защита интересов инвесторов достигается за счет передачи инвесторам права принятия решений по отдельным вопросам деятельности SPV. Благодаря специальным положениям Закона о рынке ценных бумаг в уставе специализированного общества может быть закреплен перечень вопросов, решения по которым принимаются только с согласия инвесторов. Например, согласие инвесторов может требоваться на распоряжение активами SPV, одобрение смены контрагентов, изменение условий документации по проекту. Это повышает гибкость сделки и предоставляет инвесторам дополнительный инструмент контроля. При необходимости механизм принятия решений может быть упрощен путем включения в периметр сделки представителя владельцев облигаций.

Закон позволяет ограничивать предъявление кредиторами требований о признании российского SPV банкротом — например право на предъявление таких требований сервисными компаниями,

[1] Самохвалов С. Цифровая секьюритизация — с чего начать // Энциклопедия российской секьюритизации — 2023. СПб., 2023. С. 74.

оказывающими услуги SPV, или лицами, предоставляющим мезонинное финансирование. Это позволяет зафиксировать приоритетное положение инвесторов, для которых важен предсказуемый денежный поток и минимизация риска банкротства, наступление которого повышает риск невозврата инвестиций.

Использование российского SPV имеет свои бонусы и для конечного спонсора / заемщика (продавца актива). Поскольку формально заемщиком выступает SPV, инвесторы не могут предъявлять каких-либо требований к продавцу актива (оригинатору). Фактически оригинатор несет ответственность только в объеме удерживаемого им риска (например, в виде младшего транша).

Другой плюс от использования SPV заключается в возможности объединить на его балансе активы от разных продавцов в рамках так называемой мультиоригинаторной сделки. Продавцы активов могут быть связаны (действовать в рамках одной группы) или быть совершенно независимыми. Хотя такие сделки являются технически более сложными, наш опыт реализации мультиоригинаторных проектов говорит о наличии объективных преимуществ таких проектов, среди которых можно выделить снижение издержек каждого из оригинаторов на инфраструктуру и разгрузку группового капитала при соблюдении некоторых условий. Нами реализовано несколько таких сделок, и в каждом случае конечный успех в значительной степени зависел от достижения справедливого распределения рисков и доходов между несколькими оригинаторами[1].

На наш взгляд, SPV следует рассматривать как гибкую платформу для реализации любых структурных проектов с любым базисным активом, в том числе как платформу для привлечения альтернативного финансирования как для крупных, так и для небольших заемщиков. Для небольших заемщиков это возможность найти менее дорогое финансирование (в некоторых случаях это может быть единственным эффективным способом привлечения финансирования на регулярной основе от крупных кредиторов)[2]. Для крупных кредиторов это возможность диверсифицировать кредитный риск и значительно повысить шанс на возмещение потенциальных потерь (recovery) за счет актива, изолированного на балансе SPV[3]. Для крупных заемщиков это возможность получить альтернативу балансовому финансированию, улучшить финансовые показатели и риск-менеджмент. Для фондов — создать приток средств от разных групп инвесторов в венчурные проекты и проекты pre-IPO. Для управляющих — возможность создать внешне анонимную структуру владения активом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Российский вариант SPV является удачным изобретением и, как показывает наша практика, позволяет эффективно достигать самых разных целей. Регулирование института SPV остается достаточно гибким, при этом давая повышенный комфорт инвесторам, недостижимый для обычного ООО.

Безусловно, популярность российского SPV будет расти при условии осуществления последовательных шагов и в других направлениях, в том числе направленных на расширение базы инвесторов в наиболее надежные структурные активы, за счет инвестирования средств паевых и пенсионных фондов, допуска таких структурных инструментов к РЕПО и прочих изменений, некоторые из которых сейчас активно обсуждаются.

---

[1] Бардадим Е., Пичугин М. Мультиоригинаторные сделки ипотечной секьюритизации в России: особенности для оригинаторов // Энциклопедия российской секьюритизации — 2022. СПб., 2022. С. 67.

[2] Такие проекты регулярно встречаются на российском рынке и могут быть интересны для кредитных организаций с растущими портфелями потребительских кредитов / кредитных карт, BNPL-сервисов, коллекторов и пр.

[3] Российские структурные проекты прошли целый ряд стрессовых сценариев, включая банкротство оригинаторов (продавцов актива), без финансовых потерь для инвесторов.