Незащищенность инвесторов будет непременно использована при ликвидации «эмитентов-SPV»

Сценарий с возможной ликвидацией ООО, облигации которого обращаются на рынке, в специальной статье для Cbonds Review проанализировали эксперты юридической фирмы «Магистр & Партнеры».

Юрий Туктаров,
советник,
«Магистр & Партнеры»

Мария Карпачева,
старший юрист банковской и финансовой практики московского офиса,
«Магистр & Партнеры»

Дмитрий Соболев,
юрист банковской и финансовой практики,
«Магистр & Партнеры»

В обычной ситуации компании эмитируют корпоративные облигации и осуществляют операционную деятельность в рамках одного юридического лица. Согласно типичному подходу инвесторы, которые приобретают корпоративные облигации, проводят оценку своих инвестиций с учетом рисков бизнеса и менеджмента эмитента, при этом риск его ликвидации считается минимальным, поскольку развивающийся бизнес вряд ли будет ликвидирован без наличия серьезных причин.

Иначе дело обстоит в сделках секьюритизации, в рамках которых осуществляется эмиссия обеспеченных активами облигаций (asset-backed securities, ABS) и эмитентом выступает специально созданная компания. В результате осуществления такой сделки происходит рефинансирование соответствующего актива и получается так, что собственник, который получил в обмен за свой актив деньги, в принципе утрачивает интерес к поддержке деятельности эмитента соответствующих облигаций. Как следствие, к эмитенту ABS предъявляются специальные требования, выполнение которых направлено на уменьшение рисков его добровольной и принудительной ликвидации, реорганизации и банкротства. Такого рода эмитента на западных рынках принято называть special purpose vehicle, или SPV.

В силу некоторого сходства в российской практике компании, которые создаются просто для организации эмиссии облигаций, также называют SPV. Между тем, как будет показано ниже, такие компании не отвечают требованиям, которые обычно предъявляются к SPV на зарубежных рынках. Показательна в этом смысле ситуация с ООО «Пятерочка Финанс», которое было создано специально для целей выпуска облигаций и в связи с планируемой добровольной ликвидацией приняло решение о приобретении путем безотзывной оферты облигаций серии 01 по цене 109,3% от номинала, а также облигаций серии 02 по цене 104,55 % от номинала.

На российском рынке корпоративных облигаций доля выпусков, которые осуществляются с использованием эмитента-SPV, является достаточно значительной и составляет примерно 22% (220 из 997 выпусков). Решение ООО «Пятерочка Финанс» послужило поводом для обсуждения на рынке вопросов, которые касаются проблемы уменьшения риска добровольной ликвидации эмитента и получения инвесторами компенсации в случае, если такое решение все-таки будет принято.

ЧТО ТАКОЕ SPV

Термин SPV вошел в обиход российского рынка пару лет назад. Под ним понимается общество, созданное просто для любой специальной цели (определенного проекта или сделки). На российском рынке корпоративных облигаций SPV (обычно в форме общества с ограниченной ответственностью) создаются для ускорения подготовки эмиссионных документов и соблюдения требований законодательства.

Подготовка проспекта ценных бумаг вновь созданного юридического лица осуществляется на основании бухгалтерской отчетности за один квартал, в течение которого эмитент-SPV не ведет никакой хозяйственной деятельности. Подготовка такого проспекта занимает значительно меньше времени, чем подготовка проспекта компании, которая осуществляет деятельность в течение продолжительного периода времени.

Если размер уставного капитала конечного выгодоприобретателя (спонсора) выпуска меньше номинальной стоимости всех выпущенных им облигаций, на недостающую сумму необходимо предоставить обеспечение со стороны третьего лица (п. 3 ст. 33 Закона об акционерных обществах, п. 2 ст. 31 Закона об обществах с ограниченной ответственностью). Для соблюдения требований законодательства спонсор и/или третьи лица выступают в качестве поручителей при выпуске облигаций эмитентом-SPV.

Между тем в западной финансовой практике SPV означает больше, чем просто компания для одной сделки. В контексте секьюритизации, для того чтобы компания была признана SPV, она должна соответствовать определенным критериям, которые формализованы в специальных требованиях рейтинговых агентств. Например, Standard & Poor's учитывает следующие критерии SPV в своих рейтингах: (I) ограниченные цели деятельности и правоспособность; (II) ограничение на дополнительные заимствования; (III) участие независимого директора в совете директоров SPV; (IV) запрет на добровольную ликвидацию, реорганизацию, а также на добровольную подачу заявления о признании SPV банкротом; (V) ведение деятельности и отчетности отдельно от других лиц для недопущения «существенной консолидации»; (VI) возможность предоставить инвесторам обеспечение в отношении всех активов SPV (Standard & Poor's structured finance ratings: European Legal Criteria 2005). Все эти требования прямо или косвенно направлены на снижение или устранение риска ликвидации, реорганизации и банкротства эмитента-SPV. (Риски ликвидации, реорганизации и банкротства эмитента облигаций имеют сходство в том, что могут причинять инвесторам финансовые потери и часто уменьшаются одинаковым инструментарием, поэтому, для того чтобы упростить изложение, далее по тексту пойдет речь только о риске ликвидации.)

Справедливости ради нужно отметить, что среди российских эмитентов-SPV все-таки есть компании, которые отвечают международным стандартам SPV. К числу таких эмитентов относится ипотечный агент, признаваемый специализированной коммерческой организацией, исключительным предметом деятельности которой является приобретение ипотечных кредитов (займов) и/или закладных, а также осуществление эмиссии облигаций с ипотечным покрытием (ст. 8 Закона об ипотечных ценных бумагах). Помимо облигаций с ипотечным покрытием российские участники рынка облигаций встречаются с SPV при структурировании и организации эмиссии еврооблигаций, когда к эмитенту-SPV также предъявляются аналогичные требования по уменьшению рисков ликвидации (см. Таблицу). Нельзя сказать, что SPV неизвестно российскому рынку, скорее рынок в настоящее время оценивает риск ликвидации как несущественный, поскольку считается, что спонсоры выпуска побоятся испортить отношения с рынком.

Практическая сторона создания эмитента-SPV по международным стандартам непосредственно связана с передачей доли участия в уставном капитале эмитента-SPV в траст по английскому праву. Положения о трасте позволяют юридически обеспечить выполнение параметров деятельности эмитента-SPV, которые закреплены в учредительных и эмиссионных документах. Результат, которого можно достигнуть с помощью английского траста, доступен и при использовании фонда (stichting) по голландскому праву (УК часто используются для выпуска облигаций на международном фондовом рынке и в сделках секьюритизации. Так, при выпуске еврооблигаций Банком «Петрокоммерц» в качестве УК привлекалось TMF Management Luxembourg S.A., а при выпуске облигаций с ипотечным покрытием ОАО «ИСО «ГПБ-Ипотека» и ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» в качестве ДС привлекалось ООО «ТМФ РУС»). Теоретически для тех же целей можно использовать фонд по российскому праву (ст. 118 ГК РФ), однако при этом следует обратить особое внимание на подготовку его устава и требование о том, что фонд может создаваться лишь для общественно полезных целей. В настоящее время распространено мнение, согласно которому затраты на услуги управляющих компаний для российских облигаций являются относительно высокими, и при отсутствии рейтинговой оценки выпусков облигаций они признаются нецелесообразными. Если говорить о тенденциях развития нашего рынка, то еще трудно сказать, когда российский рынок начнет работать с риском ликвидации эмитентов-SPV, хотя вполне очевидно, что это вопрос времени.

КОМПЕНСАЦИЯ EX ANTE И EX POST

После уменьшения риска ликвидации эмитента-SPV, что можно назвать первой линией обороны, необходимо также обратить внимание на защиту интересов инвесторов через компенсацию их финансовых потерь в случае, если в отношении эмитента-SPV все-таки будет реализована ликвидация (вторая линия обороны). В чем выражается риск ликвидации эмитента с точки зрения инвесторов? В соответствии с действующим законодательством владелец облигации имеет право на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости, а также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации (купонного дохода) либо иные имущественные права, если это предусмотрено в облигации (ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг). В настоящее время эмиссионные документы и иные правовые акты не устанавливают специальных правил на случай ликвидации эмитента-SPV, а именно прав владельцев облигаций требовать в случае ликвидации эмитента уплаты разницы между рыночной ценой и номинальной стоимостью ценных бумаг, а также суммы недополученного из-за ликвидации эмитента купонного дохода. Соответственно, инвесторы будут вправе требовать выплаты указанной разницы только в том случае, когда соответствующие лица (эмитент, поручитель, третьи лица) примут на себя обязательство об уплате такой разницы.

Получается, что для инвесторов риск ликвидации эмитента-SPV состоит как минимум в риске потери суммы, которая равна разнице между рыночной ценой и номиналом облигации.

Вопросы компенсации могут решаться при подготовке эмиссионных документов (ex ante), а также после того, как эмитент-SPV осуществил эмиссию соответствующих облигаций (ex post). В настоящее время на практике используется инструментарий после принятия решения в виде выставления безотзывной оферты.

Сравнение набора признаков SPV в различных видах компаний, эмитирующих облигации

Признаки SPV	ООО, созданное для выпуска облигаций на российском фондовом рынке	Ипотечный агент, который использовался в сделке секьюритизации ипотечных кредитов для выпуска облигаций с ипотечным покрытием на российском фондовом рынке	Компания с ограниченной ответственностью по праву Люксембурга, которая использовалась для выпуска облигаций на международном фондовом рынке
Ограничение добровольной ликвидации			
Запрет на добровольную ликвидацию, реорганизацию, а также на добровольную подачу заявления о признании SPV банкротом	–	+	+
Участие независимого директора в совете директоров SPV	–	+	+
Ограничение принудительной ликвидации			
Ограниченные цели деятельности и правоспособность	–	+	+
Ограничение на дополнительные заимствования	–	+	+
Ведение деятельности и отчетности отдельно от других лиц для недопущения «существенной консолидации»	–	+	+
Возможность предоставить инвесторам обеспечение в отношении всех активов SPV	–	+	+

БЕЗОТЗЫВНАЯ ОФЕРТА

Эмитент и иные лица могут предложить инвесторам продать облигации по цене, указанной в оферте. Такая оферта была использована при попытке выкупа облигаций, эмитированных ЗАО «Объединенная металлургическая компания». В качестве оферентов выступили ОАО «Выксунский металлургический завод» и ОАО «Чусовской металлургический завод» (входят в группу компаний ОМК). Сходный подход был использован ООО «Пятерочка Финанс», которое предложило владельцам выпущенных им облигаций приобрести облигации серии 01 по цене 109,30% от номинальной стоимости, облигации серии 02 — по цене 104,55% от номинальной стоимости. Кроме того, эмитент предложил дополнительно выплатить владельцам облигаций накопленный купонный доход. Указанное обязательство эмитента в отношении цены приобретения не было предусмотрено решением о выпуске ценных бумаг. Соответственно, данное обязательство не охватывается поручительством по облигациям и у инвесторов не возникает права требовать от поручителя исполнения обязательства эмитента, сделанного в вышеуказанной оферте. Такое право может возникнуть, если поручитель предоставит специальное поручительство в отношении оферты. Такое поручительство также может быть выражено в форме безотзывной оферты.

В безотзывной оферте можно указывать и иную цену приобретения или порядок ее определения. Например, можно указать, что облигации приобретаются по (I) номинальной стоимости плюс (II) сумма не выплаченного эмитентом купонного дохода за купонные периоды, предшествующие дате приобретения облигаций, плюс (III) разница между рыночной стоимостью облигаций на дату получения акцепта оферты и суммой (I) и (II), а также плюс (IV) премия-компенсация будущих и неполученных процентов по облигациям.

Недостатком безотзывной оферты является то, что она совершается в добровольном порядке. Ни поручителя по облигациям, ни третьих лиц невозможно законным образом принудить к выставлению такой оферты.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕЛИЧИНЫ КОМПЕНСАЦИИ В ЭМИССИОННЫХ ДОКУМЕНТАХ

В решении о выпуске облигаций можно предусмотреть, что эмитент обязан приобрести / досрочно погасить облигации в случае начала процедуры ликвидации или банкротства эмитента (п. 6.2.26 и 6.2.32 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг). Порядок определения цены приобретения/погашения облигаций может быть оформлен в виде формулы с переменными, значения которых не могут меняться в зависимости от усмотрения эмитента (п. 6.2.27 и 6.2.33 Стандартов). Например, в решении о выпуске можно указать, что в случае начала процедуры ликвидации или банкротства эмитента последний обязан приобрести / досрочно погасить облигации по рыночной цене на дату получения акцепта оферты, но не ниже суммы номинальной стоимости облигаций и величины не выплаченного эмитентом купонного дохода за купонные периоды, предшествующие дате приобретения облигаций. Указанное обязательство эмитента обеспечивается поручительством по облигациям, и поручитель несет солидарную ответственность за исполнение данного обязательства.

Использование досрочного приобретения/погашения облигаций не влечет дополнительных затрат при осуществлении выпуска облигаций и подходит для выпусков любых объемов.

Итак, при распространении на рынке случаев, когда для выпуска облигаций создается эмитент-SPV, возникают вопросы юридической незащищенности инвесторов. В ситуации, когда на рынке существуют благоприятные условия, этот вопрос не возникает и кажется не заслуживающим внимания. Между тем в стрессовой ситуации незащищенность владельцев облигаций от риска ликвидации эмитента-SPV будет непременно использована. С учетом этого следует порекомендовать в условиях облигаций указывать порядок определения цены в случае ликвидации эмитента, а в крупных выпусках можно прибегать к приемам уменьшения риска ликвидации эмитента-SPV по аналогии с зарубежным опытом.