Александр НЕКТОРОВ,
партнер, Nektorov, Saveliev & Partners

Обладает экспертными знаниями в области корпоративного права, слияний и поглощений, рынков капитала, финансового права и секьюритизации.

Окончил аспирантуру НИУ ВШЭ и Академию экономической безопасности МВД России. Имеет квалификационные аттестаты специалиста на финансовом рынке первой серии (брокерская и дилерская деятельность), четвертой серии (депозитарная деятельность), пятой серии (управление инвестиционными фондами).

Консультировал такие компании, как «Интер РАО», «РОСНАНО», МТС, ВТБ, Сбербанк России, АИЖК, группу «РЕНОВА», Bank of America, МХК «ЕвроХим», концерн «Тракторные заводы» и другие.

Анастасия САВЕЛЬЕВА,
старший инвестиционный юрист, Nektorov, Saveliev & Partners

Является экспертом в области корпоративного права, правового регулирования рынка ценных бумаг и сделок M&A. С отличием окончила факультет права Московского Государственного Университета им. М. В. Ломоносова.

Входит в группу инвестиционных юристов Nektorov, Saveliev & Partners (NSP) и сопровождает крупные сделки в области рынков капитала и секьюритизации, а также M&A крупных российских компаний.

Использование секьюритизационных механизмов в неипотечных сделках

До недавнего времени механизмы рефинансирования через российские сделки секьюритизации были недоступны большинству неипотечных банков, лизинговых компаний, крупным арендодателям и владельцам недвижимости, торговым сетям, электросетевым компаниям, коммунальным структурам и другим компаниям, способным генерировать постоянный и более-менее стабильно прогнозируемый денежный поток. В настоящее время российское законодательство и отработанный опыт реализации ипотечных сделок наконец-то позволили использовать механизмы секьюритизации для целей рефинансирования деятельности многих компаний реального сектора.

ОБЪЕКТ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Сегодня многие компании реального сектора, сталкиваясь с проблемой нехватки средств, могут прибегнуть к таким традиционным способам, как банковское или заемное финансирование, выход на рынки долевого (выпуск дополнительных акций, привлечение новых участников в уставный капитал) или долгового (выпуск корпоративных облигаций) капитала, факторинг, привлечение бюджетных средств.

Безусловно, не все способы в конкретный момент времени доступны любой компании, поэтому чем большим арсеналом инструментов обладает компания, тем выше ее шансы найти деньги внешних инвесторов.

Секьюритизация в самом общем виде представляет собой выпуск облигаций проектной компанией, выплаты по которым обеспечены постоянным потоком платежей, производимых основной деятельностью той или иной компании (инициатора сделки, или оригинатора). То есть в качестве актива, который можно продать и получить деньги, может выступить практический любой поток платежей, в том числе — будущих, который можно спрогнозировать с достаточной долей уверенности на протяжении определенного периода[1]. Вот несколько примеров:

- лизинговые платежи;
- платежи по потребительским и автокредитам;
- платежи в пользу микрофинансовой организации;
- платежи от сдачи объектов недвижимости в аренду;
- платежи за поставку электроэнергии, воды, газа и так далее;
- платежи за оказание каких-либо постоянных услуг (ЖКХ и прочее);
- экспортные платежи (нефть, электроэнергия, металлы);
- поступления от основной хозяйственной деятельности крупных компаний-ритейлеров (например, торговые сети);
- платежи абонентов операторам связи;
- периодические платежи по любым долгосрочным контрактам;
- любые иные постоянные и прогнозируемые однородные платежи.

При этом следует отметить, что в круг секьюритизируемых объектов могут включаться как требования по существующим (то есть уже подписанным) контрактам, так и по будущим контрактам.

Длительное время российская правоприменительная практика весьма непоследовательно подходила к вопросу о возможности приобретения будущих требований. Во-первых, возможность передачи будущих прав требования прямо предусмотрена только для договора финансирования под уступку денежного требования, тогда как общая норма о цессии не дает никаких разъяснений на этот счет. Во-вторых, суды по-разному понимают будущие требования, иногда включая в них только права требования из уже существующих обязательств, срок исполнения по которым не наступил, а иногда — и требования из обязательств, которые еще не возникли. Эта неопределенность заставляла использовать иностранные юрисдикции в сделках секьюритизации.

Однако Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Закон 379-ФЗ), который внес значительные изменения в регулирование секьюритизации в России, установил, что к будущим правам требования относятся требования, которые возникли как из уже существующих обязательств, так и из будущих обязательств.

При этом достаточно, если сведения об обязательствах и о должниках будут указаны в документации общим образом, то есть посредством данных, позволяющих индивидуализировать денежные требования и определить лиц, которые являются или будут являться должниками по этим обязательствам.

Таким образом, многие предприятия имеют возможность найти в составе своей дебиторской задолженности требования, которые могут подлежать секьюритизации.

PRO ET CONTRA

Секьюритизация имеет ряд плюсов по сравнению с иными способами финансирования:

- секьюритизация носит забалансовый характер, поэтому задолженность по облигациям не отражается на балансе оригинатора, что может способствовать в том числе улучшению финансовых показателей (коэффициентов) общества;
- выпущенные облигации могут получить более высокий рейтинг, чем у оригинатора сделки, что автоматически повышает их привлекательность;

[1] Возможность секьюритизации для компаний, имеющих сезонную выручку, должна быть оценена отдельно для построения эффективной структуры платежей по облигациям.

• с помощью структурирования достигается большая защищенность инвесторов от банкротства и дефолта эмитента, что снижает стоимость заимствований для оригинатора;

• происходит диверсификация источников финансирования и круга возможных инвесторов;

• повышается авторитет и имидж оригинатора;

• от оригинатора залога не требуется основных средств и соблюдения многочисленных ковенантов, характерных для кредитных договоров.

Значительное увлечение секьюритизацией нередко называют одной из причин финансового кризиса 2008 года. Однако, по нашему мнению, подобные риски меньше характерны для России в силу установленных ограничений на рынке ценных бумаг и пристального надзора Банка России.

При этом следует отметить такие недостатки секьюритизации, как:

• сложная структура сделки по сравнению с иными способами финансирования;

• довольно высокая стоимость подготовки сделки;

• достаточно длительный период подготовки сделки (от двух-трех месяцев);

• необходимость наличия достаточного пула однородных требований у оригинатора сделки.

КАК ЭТО ДЕЛАЕТСЯ ПО-РУССКИ…

Как уже было указано ранее, секьюритизация предполагает выпуск облигаций, однако в отличие от обычных корпоративных облигаций такой выпуск осуществляется через проектную компанию (на западный манер называемую, как правило, SPV).

С 01.07.2014 SPV можно будет создавать по российскому законодательству в форме специализированного финансового общества (далее — СФО). При этом следует отметить, что это не новая организационная форма юридических лиц, а некий статус, присваиваемый хозяйственным обществам, отвечающим определенным требованиям.

Основная задача СФО — защитить интересы владельцев выпущенных им облигаций.

Для этих целей на деятельность такой компании наложены значительные ограничения:

• само название такой компании должно содержать указание на его статус СФО;

• его правоспособность ограничена как законом, так и уставом;

• СФО не может быть добровольно реорганизовано и может быть ликвидировано только с согласия держателей его облигаций;

• уставный капитал СФО не может быть уменьшен;

• полномочия единоличного исполнительного органа передаются управляющей компании, не допускается присутствие сотрудников в штате организации (что обеспечивает наличие требований первой очереди кредиторов при банкротстве).

Во многом правовое положение СФО сходно с давно известным российскому законодательству ипотечным агентом.

Общая схема секьюритизации представлена на Рисунке 1.

Компания (оригинатор сделки) уступает денежные требования по существующим и/или будущим контрактам, гене-

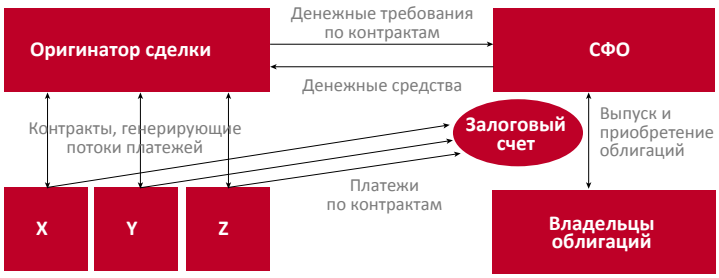

Рисунок 1
Общая схема секьюритизации

рирующим потоки платежей, специально созданному СФО (договор уступки). При этом следует помнить, что СФО должно быть независимо от оригинатора, что является одним из базовых принципов секьюритизации.

СФО выпускает облигации, размещая их на рынке, тем самым привлекая денежные средства для оплаты полученных от оригинатора денежных требований по договору уступки, а также оплаты расходов, связанных с текущей, пусть и очень ограниченной, хозяйственной деятельностью.

В дальнейшем все платежи, полученные от бывших должников оригинатора, поступают на специальный залоговый счет СФО. Возможность залога прав по договору банковского счета является одним из наиболее радикальных изменений законодательства, вступающих в силу с 01.07.2014[1], поскольку с момента принятия Информационного письма ВАС от 15.01.1998 № 26 российская судебная практика исходила из невозможности залога денежных средств на счете в силу природы безналичных денег.

В силу прямого указания закона денежные средства, поступившие от должников по денежным обязательствам, права требования по которым находятся в залоге у владельцев облигаций, подлежат зачислению на залоговый счет и могут расходоваться СФО только на выплаты по облигациям. Решением о выпуске также может быть предусмотрена возможность эмитента за счет данных денежных средств приобретать аналогичные денежные требования. Такое правило о залоге в силу закона безусловно. Это то, чего не хватало нашему законодательству для проведения внутренней секьюритизации и обеспечения интересов владельцев облигаций аналогично ипотечному покрытию.

Помимо отсутствия в действующем законодательстве механизмов залога прав требований по банковским счетам, другим недостатком, препятствующим развитию неипотечной секьюритизации, нередко называли невозможность установить очередность удовлетворения требований, обеспеченных залогом движимого имущества. Если в отношении недвижимого имущества всегда существует возможность по записи в ЕГРП установить соотношение предшествующей и последующей ипотеки, то в отношении залога большинства видов движимого имущества установление очередности является проблемой.

С практической точки зрения у залогодержателя – владельца облигаций нет возможности проверить качество закладываемого движимого актива (наличие утраты прав залогодателя или даже потенциальная возможность возникновения в последующем спора по такому активу ведет, кроме того, к удорожанию финансирования для эмитента). С точки зрения перспектив дальнейшего разрешения споров между несколькими залогодержателями следует отметить противоречивую позицию в практике судов. С одной стороны, не может быть обращено взыскание на заложенное движимое имущество, возмездно приобретенное у залогодателя лицом, которое не знало и не должно было знать о том, что приобретаемое им имущество является предметом залога[2]. С другой стороны, законодательством не установлено исключений, позволяющих освободить лицо, приобретшее заложенное имущество, от перешедших к нему обязанностей залогодателя на основании того, что при приобретении такого имущества оно не знало о наложенных на него обременениях[3]. Подобная неопределенность в судебной

[1] Залоговые счета введены Законом 379-ФЗ и Федеральным законом от 21.12.2013 № 367-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации».

[2] П. 25 Постановления Пленума ВАС РФ от 17.02.2011 № 10 «О некоторых вопросах применения законодательства о залоге», применяемый большинством арбитражных судов при рассмотрении споров.

[3] Указанная точка зрения в основном превалирует в решениях судов общей юрисдикции (Определения Верховного Суда РФ от 09.10.2012 № 18-КГ12-39, от 20.03.2012 № 16-В11-24, Определение Челябинского областного суда от 12.07.2012 по делу № 11-4777/2012 и др.), но также встречается и в практике арбитражных судов (см., например, Постановление Седьмого арбитражного апелляционного суда от 19.12.2012 по делу № А45-16508/2012).

практике могла бы повлечь непрогнозируемые риски для владельцев облигаций.

Закон 379-ФЗ, а также ранее принятый Федеральный закон от 02.10.2012 № 166-ФЗ «О внесении изменений в Основы законодательства Российской Федерации о нотариате и отдельные законодательные акты Российской Федерации» делают попытку устранить назревшую проблему залога движимого имущества, вводя Единую информационную систему нотариата (ЕИСН). Оставляя за рамками настоящей статьи вопросы формирования и функционирования данной системы, отметим только положения, имеющие значение для рынка секьюритизации активов.

Эмитент облигаций с залоговым обеспечением обязан предоставлять в ЕИСН сведения о залоге, которым обеспечены выпущенные им ценные бумаги. Это, с одной стороны, позволит владельцам облигаций контролировать залоговое покрытие, с другой стороны, не даст признать иных залогодержателей добросовестными, что исключит возможность прекращения залога или уравнение в правах таких лиц с облигационерами.

ПРИНЯТИЕ РИСКА ОРИГИНАТОРОМ

Одним из традиционных элементов структурирования сделки секьюритизации является принятие оригинатором сделки на себя части кредитных рисков, что, как правило, достигается за счет выкупа им младшего транша облигаций, доход по которым выплачивается только после расчетов с инвесторами.

Российское право вообще не предоставляет сторонам возможность определить очередность исполнения обязательств договором. До принятия Закона 379-ФЗ установление субординации обязательств было возможно только по ипотечным ценным бумагам. С 01.07.2014 транширование можно будет осуществлять не только по всему классу облигаций с обеспечением, но и по заключенным эмитентом договорам, обеспечиваемым одним портфелем активов.

Кроме того, оригинатор получил право принимать на себя риски в объеме не менее 20% от общего размера выпущенных SPV (или специализированным финансовым обществом, в терминологии Закона 379-ФЗ) в формах и объемах, определенных Банком России.

Эти нововведения должны позволить упростить структуру сделки и повысить привлекательность ценных бумаг для инвесторов за счет принятия оригинатором части риска неплатежей.

***

Таким образом, с 2014 года использовать секьюритизацию как механизм привлечения денежных средств смогут не только кредитные организации, но и многие компании реального сектора. При этом вся сделка может быть проведена в российской юрисдикции, что удешевит этот процесс для оригинатора, позволит привлечь широкий круг национальных инвесторов, а также при принятии решения будет более понятна как менеджменту, так и участникам российской компании.

Cbonds congress

НАШИ КОНФЕРЕНЦИИ В 2014 ГОДУ

II Форум венчурных инвесторов	15 мая 2014, Москва
V Investfunds Forum – конференция институциональных инвесторов	29–30 мая 2014, Санкт-Петербург
SmallCap Investment Forum	3 июня 2014, Москва
X Украинский облигационный конгресс	11 июня 2014, Киев
XI Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	19–20 июня 2014, Сочи
III Межбанковская конференция «Денежный и вексельный рынок»	12 сентября 2014, Казань
VI Российский конгресс Private Equity	18 сентября 2014, Москва
Синдицированное кредитование в России – 2014	25 сентября 2014, Москва
Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России	9 октября 2014, Москва
Russia Risk Conference 2014	13 ноября 2014, Москва
V Российский M&A Конгресс	19 ноября 2014, Москва
XII Российский облигационный конгресс	4–5 декабря 2014, Санкт-Петербург

www.cbonds-congress.com

На правах рекламы