Андрей МУРЫГИН,
партнер практики рынков капитала, московский офис «Линклейтерз»

Является партнером практики рынков капитала в московском офисе «Линклейтерз» с 2006 года. Обладает значительным опытом консультирования международных банков и финансовых институтов в области российских структурных продуктов, финансирования под обеспечение в виде акций и международных сделок с деривативами. Он также неоднократно представлял интересы клиентов в крупных сделках на рынках акционерного и заемного капитала.

В числе его проектов на рынке секьюритизации консультирование АИЖК и «ВТБ Капитала» в связи с выпусками ипотечных ценных бумаг, работа над первой российской лизинговой секьюритизацией, консультирование по сделкам синтетической секьюритизации и другие.

Максим КРАЙНОВ,
юрист практики рынков капитала, московский офис «Линклейтерз»

Работает в «Линклейтерз» с 2008 года. Является юристом практики рынков капитала в московском офисе фирмы и специализируется в области сделок на рынках капитала, включая международные и российские сделки на рынках акционерного и заемного капитала, а также в области структурного и акционерного финансирования. В 2009 году окончил юридический факультет МГЮА. К числу сделок с его участием относятся в том числе две сделки секьюритизации ипотечных кредитов российского банка «Возрождение», четвертая и девятая сделки по секьюритизации ипотечных кредитов ОАО «АИЖК», продажа пула ипотечных активов Morgan Stanley на сумму $500 млн ОАО «КБ «Восточный» и другие.

Новеллы закона о секьюритизации и проектных облигациях

Законодательные новеллы, связанные с регулированием секьюритизации и выпуском проектных облигаций, вступившие в силу с 1 июля 2014 года[1] (Закон о секьюритизации и проектных облигациях), в сочетании с недавней реформой залогового законодательства радикально изменили правовое регулирование российского рынка структурного финансирования.

До принятия Закона о секьюритизации и проектных облигациях российское законодательство допускало лишь секьюритизацию займов и кредитов, обеспеченных ипотекой. Также ранее был невозможен выпуск российских проектных облигаций, то есть облигаций, исполнение обязательств по которым обеспечивалось бы залогом денежных требований, оборудованием и имуществом, связанным с проектом, в пользу владельцев облигаций либо их представителя (bond trustee) на основе принципов ограничения ответственности эмитента (limited recourse). Кроме того, действовавшее ранее регулирование не признавало целый ряд правовых конструкций, являющихся базовыми для международных сделок секьюритизации и проектного финансирования. К подобным конструкциям могут быть отнесены:

[1] Федеральный закон № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 21 декабря 2013 г.

• специализированные общества (special purpose vehicles);

• договорное регулирование ответственности таких обществ объемом обеспечения (limited recourse) и ограничение права кредиторов предъявлять требования о банкротстве до погашения облигаций (non-petition);

• облигации с залоговым обеспечением денежными требованиями;

• очередность исполнения обязательств эмитентом, определяемая в договорном порядке (субординация облигаций и иных требований), в том числе между обязательствами по кредитным договорам и облигациям;

• институт представителя владельцев облигаций (bond trustee);

• залоговые счета.

Непризнание таких конструкций фактически приводило к тому, что оригинаторы, спонсоры и организаторы финансирования были вынуждены использовать зарубежные специализированные общества и в основном английское право для структурирования финансовых сделок. Теперь, когда Закон о секьюритизации и проектных облигациях, а также связанное с ним законодательство закрепляет и допускает использование всех этих правовых конструкций, возможности для структурирования российских и международных сделок секьюритизации и проектного финансирования значительным образом расширились.

1. СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ ОБЩЕСТВА

Появилась возможность создания двух типов специализированных обществ — специализированного финансового общества (СФО) и специализированного общества проектного финансирования (СОПФ). В целом оба типа специализированных общества предметом своей деятельности имеют приобретение денежных требований и осуществление выпуска облигаций, обеспеченных залогом таких требований. Для обоих типов существуют ограничения на добровольную реорганизацию и ликвидацию обществ, а также возможность закрепить в уставах обществ ограничения на совершение некоторых корпоративных действий (распределение прибыли) и на заключение сделок. При этом правоспособность СОПФ шире, чем правоспособность СФО, что обуславливается спецификой сделок, для которых предполагается использование соответствующего типа специализированного общества. Так, СОПФ вправе владеть имуществом, связанным с реализацией финансируемого проекта (например, объектами инфраструктуры, создаваемыми в ходе реализации проекта), в то время как СФО может владеть имуществом, только если такое владение связано с денежными требованиями, приобретаемыми СФО (например, объектом лизинга или аренды).

Кроме того, к числу значимых отличий между СОПФ и СФО следует отнести особенности внутреннего (корпоративного) устройства этих специализированных обществ. Так, правила, регулирующие корпоративное устройство СОПФ, сформулированы более диспозитивно, что позволяет гибко ориентировать СОПФы под потребности конкретной сделки (например, возможность не создавать совет директоров и/или ревизионную комиссию, не применять правила о крупных сделках и сделках с заинтересованностью к сделкам СОПФ). В отношении внутренней организации СФО регулирование, напротив, более императивно. Это позволяет упростить осуществление основной деятельности СФО (приобретение денежных требований и выпуск облигаций, обеспеченных залогом таких требований) путем устранения некоторых корпоративных барьеров (например, неприменение правил о крупных сделках и сделках с заинтересованностью к сделкам СФО, отсутствие в СФО совета директоров, ревизионной комиссии, коллегиального исполнительного органа), а также минимизировать размер общей задолженности СФО в целях минимизации риска несостоятельности (отсутствие штата работников, обязательная передача полномочий единоличного исполнительного органа СФО управляющей компании).

2. ОГРАНИЧЕНИЯ РИСКА БАНКРОТСТВА

Немаловажной новеллой Закона о секьюритизации и проектных облигациях является правило, позволяющее ограничивать размер требований кредитора к специализированному обществу суммой средств, полученных в результате реализации залогового (либо иного) обеспечения после обращения взыскания на такое обеспечение (limited recourse) с учетом включения соответствующих ограниче-

ний в договор между специализированным обществом и его кредитором (или условия выпуска облигаций специализированного общества). Такое правило об ограничении размера требований дополняется возможностью обуславливать право кредитора специализированного общества обращаться в суд с заявлением о признании специализированного общества банкротом с наступлением срока и/или обстоятельств (например, до полного исполнения обязательств эмитента по облигациям), определенных в договоре между кредитором и специализированным обществом (limited recourse).

Введение в структуру сделки таких элементов, ограничивающих риск банкротства (ring fencing) эмитента — специализированного общества должно способствовать улучшению кредитного рейтинга облигаций, выпускаемых таким специализированным обществом.

3. ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ключевым новшеством, без которого реализация сделок секьюритизации (за исключением ипотечной секьюритизации) и выпуска российских проектных облигаций оказалась бы невозможной, является внедрение в законодательство целого комплекса норм, касающихся выпуска облигаций с залоговым обеспечением (в частности, облигаций с залоговым обеспечением денежными требованиями). Необходимо особо отметить, что Закон о рынке ценных бумаг (с учетом изменений, внесенных Законом о секьюритизации и проектных облигациях) не содержит ограничений по типу эмитента, который может осуществлять выпуск облигаций с залоговым обеспечением. Таким образом, помимо специализированных обществ, выпускать облигации с залоговым обеспечением могут и обычные эмитенты, что позволяет использовать обеспеченные и субординированные облигации в различного рода сделках корпоративного и проектного финансирования[1]. В рамках финансирования инфраструктурных проектов государственно-частного партнерства и концессионных проектов для выпуска проектных облигаций можно использовать как СОПФ, так и обычную неспециализированную проектную компанию. Такие облигации могут быть обеспечены залогом денежных требований по договору концессии. Напомним, что ранее предметом залога по облигациям могли являться только ценные бумаги и недвижимость, а теперь этот перечень дополнен денежными требованиями (в том числе возникающими в будущем). Кроме того, нормативными актами Банка России могут устанавливаться иные виды имущества, которые могут быть предметом залога по облигациям. В настоящее время такие акты не приняты, однако опубликован проект указания Банка России[2] (проект ЦБ), согласно которому к предмету залога по обеспеченным облигациям могут также относиться движимые вещи, доли участия в обществах с ограниченной ответственностью, имущественные права на результаты интеллектуальной деятельности и другие виды активов, не ограниченных в обороте. Принятие такого акта позволит дополнить обеспечение по проектным облигациям залогом неденежных требований (например, прав по строительным контрактам).

В случае если предметом залога по облигациям являются денежные требования, закон требует, чтобы денежные суммы, которые выплачиваются в счет погашения таких требований, зачислялись на залоговый счет эмитента. Практическую сложность в исполнении этого требования для эмитентов представляет малая распространенность такого финансового продукта, как залоговый счет на рынке банковских услуг. На практике банки зачастую оказываются неготовыми открывать такие счета своим клиентам по ряду причин. Например: солидарная ответственность банка, открывшего залоговый счет, по операциям клиента (такая ответственность наступает в определенных законом случаях), а также некоторые неясности,

[1] По этой причине здесь и далее в этой статье мы будем рассматривать облигации с залоговым обеспечением и практические аспекты реализации сделок, включающих выпуск таких облигаций, в отношении эмитентов вообще (не только в отношении специализированных обществ).

[2] Проект указания Банка России «Об установлении перечня иного имущества (в том числе прав требований), которое может быть предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением» (по состоянию на 11.12.2014).

связанные с бухгалтерским учетом операций по такому залоговому счету.

Несмотря на приведенное выше требование закона о том, что суммы, выплачиваемые в счет погашения заложенных требований, должны зачисляться на залоговый счет эмитента, при формальном толковании закон (пункт 1 статьи 27.3 Закона о рынке ценных бумаг) не требует обеспечивать исполнение обязательств эмитента по облигациям залогом прав по договору такого счета. Однако в силу залоговой природы счета логично обеспечивать правами по данному договору именно облигации. Есть определенный риск, что требования эмитента по договору залогового счета к банку счета, строго говоря, не являются денежными требованиями, то есть в перечень разрешенных законодательством активов, которые могут формировать залоговое обеспечение, не входят. По этой причине проект ЦБ прямо указывает на права по договору банковского счета как на один из видов имущества, которое может быть предметом залога по облигациям.

4. СУБОРДИНАЦИЯ ТРЕБОВАНИЙ

Еще одним важным инструментом, который широко используется в международных сделках структурного финансирования, а теперь стал доступен и российским эмитентам, является возможность в договорном порядке (путем указания в решениях о выпуске облигаций) определять очередность исполнения денежных обязательств эмитента по облигациям разных выпусков. А также по договорам эмитента (субординация требований) при условии, что исполнение таких обязательств эмитента обеспечивается за счет одного обеспечения (например, за счет одного залогового обеспечения). Такой механизм настройки очередности позволяет, например, установить приоритетность удовлетворения требований хедж-провайдера или старшего кредитора по кредитному договору перед требованиями владельцев облигаций эмитента. При этом стоит отметить, что очередность («водопад») требований не может быть установлена по договорам эмитента (например, по проектным договорам или по спонсорским займам в сделках проектного финансирования), исполнение обязательств по которым не обеспечено тем же обеспечением, что и облигации эмитента.

Пункт 2 статьи 27.5-6 Закона о рынке ценных бумаг устанавливает, что очередность исполнения обязательств по облигациям и договорам эмитента, закрепленная в условиях решения о выпуске облигаций, применяется:

а) при исполнении обязательств эмитента за счет предоставленного обеспечения (в том числе при обращении взыскания на предмет залога);

б) при досрочном погашении облигаций и/или досрочном исполнении денежных обязательств по заключенным эмитентом договорам.

Нерешенным с точки зрения действующего законодательства остается вопрос о том, применяются ли правила установленной очередности к досрочному выкупу облигаций эмитентом и к предъявлению младшими кредиторами требований о признании эмитента обеспеченных облигаций, не являющего специализированным обществом, банкротом. Представляется, что по аналогии с досрочным погашением облигаций досрочный выкуп облигаций также должен подпадать под ограничения договорной очередности.

В части инициирования банкротства эмитента поправки в Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (Далее — Закон о несостоятельности (банкротстве)) ввели особый порядок банкротства СФО и СОПФ, основанный на необходимости одобрения таких действий владельцами облигаций. Что касается эмитентов, не являющихся специализированными обществами, представляется, что судам следует использовать похожий подход, поскольку в силу статей 71 и 100 Закона о несостоятельности (банкротстве) в процедурах банкротства (при составлении реестра требований кредиторов) должна признаваться очередность требований, установленная в решении о выпуске облигаций. Иной подход мог бы привести к злоупотреблениям со стороны эмитентов и их кредиторов последних «младших» очередей в ущерб интересам старших кредиторов.

5. ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

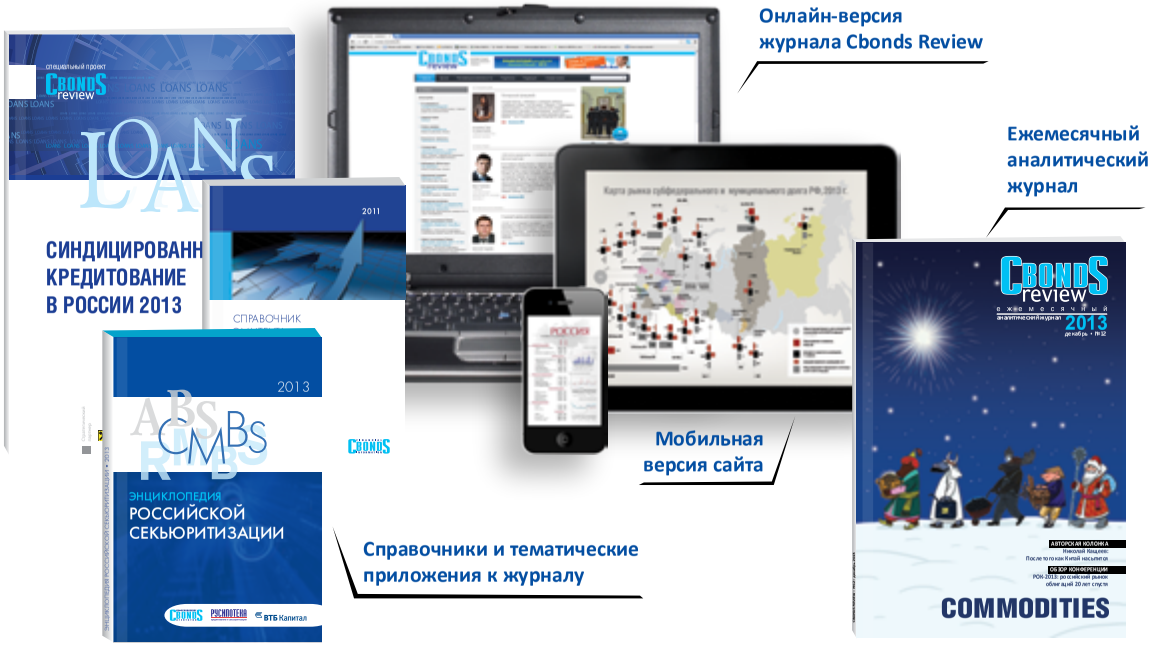
Возможность назначения представителя владельцев облигаций была законодательно закреплена незадолго до принятия Закона о секьюритизации и проектных

облигациях. Начиная с 1 июля 2014 года представитель владельцев облигаций может (а с 1 июля 2016 года в определенных законом случаях — должен) назначаться эмитентами по выпускаемым ими облигациям. Основной задачей деятельности представителя владельцев облигаций является представление интересов владельцев облигаций перед эмитентом и третьими лицами. Для этих целей представитель наделяется широким кругом прав и обязанностей. В частности, представитель владельцев облигаций обязан контролировать исполнение эмитентом обязательств по облигациям и принимать меры, направленные на защиту прав и интересов владельцев облигаций (в том числе заявлять от имени владельцев облигаций требования в деле о банкротстве эмитента облигаций и/или лица, предоставившего обеспечение по облигациям). К правам представителя владельцев облигаций закон относит, среди прочего, право осуществлять полномочия залогодержателя по облигациям с залоговым обеспечением, обращаться в суд с требованиями к эмитенту облигаций (залогодателю по облигациям). Примечательно, что перечень прав и обязанностей представителя владельцев облигаций не является исчерпывающим (пункты 11 и 12 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг) и может быть расширен, например, по решению общего собрания владельцев облигаций, что бывает необходимо при практической реализации сделок структурного (проектного) финансирования. При этом объем прав представителя владельцев облигаций, как это следует из формального прочтения пункта 12 статьи 29.1 Закона о рынке ценных бумаг, в отличие от его круга обязанностей, не может быть расширен путем закрепления дополнительных прав в решении о выпуске облигаций. На наш взгляд, такое ограничение полномочий представителя владельцев облигаций перечнем прав, предоставленных законодательством до момента размещения облигаций (после размещения дополнительные права могут быть предоставлены по решению общего собрания владельцев облигаций), является не совсем оправданным, поскольку на практике в сделках структурного (проектного) финансирования могут возникать ситуации, когда необходимо предоставить дополнительные права представителю владельцев облигаций до размещения таких облигаций. В указанных ситуациях, в качестве практического решения подписание таких договоров от лица владельцев облигаций до даты размещения облигаций может делегироваться представителю владельцев облигаций в форме возложения на него обязанности по подписанию таких договоров, установленной решением о выпуске облигаций.

Такое положение решения о выпуске, на наш взгляд, позволит уменьшить риски того, что владельцы облигаций смогут злоупотребить процедурами прекращения полномочий представителя владельцев облигаций для того, чтобы снять с себя обязательства по договорам, заключаемым представителем владельцев облигаций в интересах таких владельцев до даты размещения облигаций.

МЫ В РЫНКЕ

Издательская группа Cbonds



■ review.cbonds.info

Свяжитесь с нами по вопросам сотрудничества

реклама

Константин Васильев
партнер, заместитель генерального директора ООО «Сбондс.ру»,
kv@cbonds.info;
тел./факс +7 (812) 336-9721