Владимир ДРАГУНОВ,
партнер, глава практики секьюритизации и структурированного финансирования, «Бейкер и Макензи»

Сергей САМОХВАЛОВ,
старший юрист, «Бейкер и Макензи»

Первые уроки секьюритизации по новому закону: лизинг, факторинг, кредиты МСП

Российский рынок секьюритизации до сих пор принято считать совсем молодым, несмотря на более чем десятилетнюю историю его существования и десятки реализованных сделок. Изменения, произошедшие на нем за последние полтора-два года и связанные с принятием нового закона о секьюритизации, можно по масштабности сравнить с изменениями на российском рынке облигаций, который получил новый толчок для развития с появлением таких институтов, как программа облигаций, собрание владельцев облигаций, представитель владельцев облигаций (трасти) и прочие. Благодаря целому ряду изменений и первым реализованным сделкам в рамках нового закона можно говорить о новой эре в развитии рынка секьюритизации в России.

СФО: НАЧАЛО

Основным участником процесса секьюритизации неипотечных активов является специализированное финансовое общество (СФО). СФО выступает покупателем актива (денежных требований) и эмитентом облигаций, обеспеченных залогом таких денежных требований. Его деятельность в этом смысле схожа с деятельностью ипотечного агента, но регулируется отдельным законом.

Государственная регистрация СФО осуществляется в общем порядке. Предусмотрена возможность создания СФО в форме как общества с ограниченной ответственностью (ООО), так и акционерного общества (АО). Если с созданием и функционированием СФО в форме ООО существенных вопросов не возникает, то такая форма, как АО, не всегда идеально вписывается в упрощенную концепцию СФО. В частности, придется регистрировать акции в ЦБ, привлекать реги-

стратора для ведения реестра акционеров и при проведении каждого собрания акционеров. Это одна из причин, почему ООО получило большее распространение как форма функционирования СФО.

После учреждения СФО для покрытия его текущих расходов оригинатор, как правило, предоставляет СФО кредит (заем). Кроме того, кредит может предоставляться для удержания оригинатором риска по сделке (формирования «подушки», которая необходима для покрытия убытков в случае возникновения дефолтов в проданном оригинатором портфеле). Если кредит предоставляется банком, то банк должен сформировать в отношении кредита резерв. Размер резерва определяется исходя из категории качества кредита.

Правила ЦБ носят общий характер и не разделяют регулирование в зависимости от вида заемщика (обычная коммерческая компания или СФО). Во внимание принимаются финансовая отчетность, активы заемщика, наличие просроченных и исполненных в пользу банка обязательств и прочее. Для СФО, который создается специально для сделки и часто к моменту получения кредита не имеет даже первой отчетности и каких-либо активов, формальное выполнение указанных требований весьма затруднительно. Часто из-за этого кредит относится к более низкой категории качества, что требует создания резервов в большем размере.

Было бы целесообразно применять в данном случае дифференцированный подход и разделить правила для создания резервов в отношении заемщиков, имеющих специальный статус (СФО или ипотечного агента), и обычных коммерческих компаний с общей правоспособностью. Очевидно, что при кредитовании СФО дополнительных рисков для банка не возникает, поскольку исполнение СФО обязательств по кредиту зависит от качества продаваемых на СФО денежных требований, которые выбирает сам банк. Дополнительной деятельности, кроме покупки портфеля денежных требований, СФО не осуществляет.

ВЫКУП ДЕФОЛТНЫХ АКТИВОВ: МИФЫ И РЕАЛЬНОСТЬ

Нередко высказывается мнение, что обязательство по приобретению оригинатором дефолтных активов, принадлежащих СФО, может значительно усилить структуру сделки, поскольку дает дополнительную возможность обратиться с требованием к оригинатору. На первый взгляд с позиции инвесторов такая опция выглядит интересно.

Вместе с тем, если разбираться в преимуществах и недостатках такого обязательства по выкупу, нужно учесть, что сделка с использованием СФО, как правило, изначально структурируется с целью выделить и полностью изолировать актив от деятельности оригинатора. На этом основан анализ денежных потоков по сделке со стороны рейтингового агентства: потоков должно хватать даже при определенном уровне дефолтов в проданном портфеле (стресс-тест). Сделка и ее поведение изначально моделируются как изолированные. В этом смысле предъявление дополнительных требований в виде обязательства выкупа дефолтных активов выглядит излишним.

С юридической точки зрения любые необычные для продажи условия, особенно связанные с фактическим сохранением риска в отношении проданного актива на оригинаторе, повышают риск оспаривания сделки со стороны третьих лиц — кредиторов банка, конкурсного управляющего, — поскольку дают возможность попытаться переквалифицировать сделку купли-продажи в иной тип сделки, при которой проданный актив должен быть возвращен на баланс оригинатора и использован для удовлетворения требований кредиторов оригинатора, а не СФО. Также очевидно, что выкуп дефолтных активов не будет работать после банкротства оригинатора, тогда как сделка секьюритизации может продолжить существовать и после этого события. Ниже приведены недавние примеры ипотечных сделок, в которых оригинатор находился в предбанкротном состоянии, но исполнение обязательств по сделке секьюритизации это обстоятельство не затронуло.

КОНТРОЛЬ КАЧЕСТВА АКТИВОВ ВАЖНЕЕ

В свете сказанного важное значение приобретает качество проданного актива.

От качества приобретаемых СФО активов зависит его способность исполнять обязательства по выпускаемым облигациям. В рамках ипотечных сделок Закон об ИЦБ предъявляет ряд обязательных минималь-

ных требований к ипотечным активам, приобретаемым ипотечным агентом. Контроль за их соблюдением осуществляет специализированный депозитарий.

В отношении активов, приобретаемых СФО, закон таких требований не устанавливает. Эти вопросы должны быть урегулированы в документации по каждой конкретной сделке и описаны в решении о выпуске облигаций. На наш взгляд, это правильный подход, позволяющий участникам сделки самостоятельно определиться с тем, каким требованиям должен соответствовать актив для сделки в зависимости от потребностей в каждом конкретном случае.

С другой стороны, открытым остается вопрос контроля за соответствием актива требованиям документации в течение жизни сделки. Он особенно актуален для сделок с револьверной структурой, то есть для сделок, в которых собранные СФО денежные средства по портфелю направляются на покупку новых активов, соответствующих заданным критериям, вместо погашения облигаций. Это позволяет инвесторам получить более длинную бумагу с более высокой доходностью, а заемщику, то есть оригинатору — привлечь денежные средства на более длительный срок, превышающий срок исполнения обязательств по самому активу.

Нетрудно заметить, что в этом случае портфель денежных требований будет постоянно обновляться. Обычно — в том числе в международной практике — за соответствие актива требованиям документации отвечает сам оригинатор, то есть продавец актива, и в случае продажи актива, не отвечающего критериям, на него возлагается обязательство выкупить его обратно. Дополнительно эмитент может в любой момент назначить проведение аудита портфеля, чтобы выявить любые возможные нарушения состава портфеля. Такой аудит может быть периодическим или может проводиться при наступлении определенных событий, например в случае роста числа дефолтов в портфеле выше установленного значения.

На российском рынке рассматривались и другие варианты контроля за вновь приобретаемыми денежными требованиями. В частности, назначение независимого от оригинатора лица — агента по контролю, который будет проверять продаваемые активы. Это достаточно трудоемкий и непростой процесс, особенно при больших объемах сделки и значительных объемах досрочных погашений. Например, при секьюритизации потребительских кредитов продажи новых кредитов могут идти даже несколько раз в неделю для поддержания объема кредитов в сделке на требуемом уровне, а общий объем портфеля при этом будет исчисляться тысячами или десятками тысяч кредитов. Не все банки смогут обеспечить наличие такого механизма контроля на стадии дополнительной продажи активов, и не во всех случаях он целесообразен.

При использовании третьего лица для контроля за вновь продаваемыми активами ключевыми должны являться вопросы о способах проверки, объеме проверяемой информации и регулярности проверки. Например, проверка на основе обычного отчета сервисного агента (оригинатора) в этом случае не представляет особой ценности, поскольку фактически происходит сопоставление данных отчета сервисера с данными, которые этот же сервисер предоставил в отношении кредитов. В данном случае имеет смысл сравнивать информацию из кредитных договоров с информацией в отчетах сервисера — электронных базах. Для проведения такой проверки необходимо предоставлять проверяющему копии договоров: кредитных, лизинговых и других, в зависимости от типа актива. Это значительный объем дополнительных трудозатрат для банка, что, на наш взгляд, не всегда целесообразно.

Проверяющий также должен иметь соответствующий статус. Помимо отсутствия аффилированности с оригинатором, стоит также обратить внимание на наличие у проверяющей организации необходимой профессиональной подготовки, опыта и сотрудников для такой проверки.

В любом случае отсутствие специализированного депозитария для сделок с использованием СФО не означает, что инвесторы и кредиторы СФО находятся в худшем положении по сравнению с инвесторами в сделках с ипотечным агентом. Данный вопрос может быть урегулирован в документации по сделке в зависимости от конкретных потребностей и возможностей участников проекта.

ЧТО В ЗАЛОГЕ?

Огромным шагом вперед по сравнению с ипотечными сделками является возможность описания предмета залога в документации в общем виде, без детализации каждого конкретного заложенного требования и приложения реестра требований к решению о выпуске. В этом случае можно ограничиться общей формулировкой, что все требования, приобретаемые СФО, находятся в залоге у владельцев облигаций.

На практике же и в этом случае инвестору стоит проявлять осмотрительность и обращать внимание на описание того, что попадет к нему в залог. В некоторых решениях используемая в этой части формулировка не совсем удачна. Указывается, что в залоге находятся только денежные требования, соответствующие критериям, установленным в решении. Вместе с тем, в ходе дополнительных продаж, как описано выше, бывают случаи, когда в портфель попадают не соответствующие критериям требования (это может быть просто ошибка оригинатора или умысел, когда у оригинатора пропадает мотивация поддерживать сделку).

В любом случае в подобных ситуациях оригинатор, как правило, обязан выкупить у СФО такой не соответствующий критериям актив. Однако до выкупа актив должен оставаться в залоге у инвесторов вне зависимости от соответствия критериям. К сожалению, из-за использования неудачных формулировок в решении о выпуске это происходит не всегда.

При разовых ошибках это не оказывает существенного влияния на сделку, но если количество ошибок возрастает, необходимо как минимум обеспечить включение таких денежных требований в состав залога, и первостепенное право владельцев облигаций — получить по ним исполнение.

БАНКРОТСТВО ОРИГИНАТОРА: ВСЕ ПРОПАЛО?

В контексте описанных выше вопросов продажи портфеля и контроля качества активов интересно посмотреть, как работали сделки секьюритизации в стрессовых условиях. Недавно на российском рынке имели место два случая, когда оригинатор был близок к банкротству. В обоих случаях наша компания принимала непосредственное участие. Речь о публичном выпуске ипотечных облигаций Инвестторгбанка и частной сделке по секьюритизации потребительских кредитов одного коммерческого банка.

Прежде всего, по Закону о банкротстве ЦБ вправе на срок до трех месяцев ввести в банке мораторий на удовлетворение денежных требований кредиторов в случае назначения временной администрации. Это в том числе ведет к приостановке выплат по облигациям. В обоих случаях этого не произошло, что, на наш взгляд, соответствует общему подходу ЦБ к данному вопросу: регулятор использует такую меру нечасто и рассматривает ее как дополнительный, но не обязательный элемент процесса банкротства.

Следующий риск связан с процессом перевода денежных средств со счета оригинатора. Поскольку изначально денежные средства от заемщиков поступают на счет эмитента облигаций, открытый у оригинатора (сервисного агента), а только потом в течение определенного срока — обычно одного-двух дней — переводятся в банк с более высоким уровнем рейтинга, чем рейтинг оригинатора, деньги могут зависнуть на счете, открытом у оригинатора.

Это связано с тем, что любые требования исполняются банком с определенной очередностью, установленной Гражданским кодексом, при этом ряд требований имеет более высокий приоритет, чем переводы денежных средств клиентов — например, требования по погашению задолженности по зарплате. При исполнении требований одной очереди используется принцип календарной очередности: требования с более ранним сроком возникновения удовлетворяются раньше. Таким образом, в случае недостаточности денежных средств происходит накопление неисполненных платежных поручений. Денежные средства в этом случае не теряются сразу же и потом могут быть получены, но задержки с такими переводами, пожалуй, служат основным сигналом для рассмотрения вопроса о необходимости замены сервисного агента и уведомления заемщиков о новых реквизитах для перечисления денежных средств, минуя счет эмитента, открытый у сервисного агента. Примечательно, что в одном из рассма-

триваемых примеров затруднений с переводами не возникло, и денежные средства, поступающие по портфелю кредитов, ежедневно переводились на счет эмитента в другом банке.

В другом случае потребовалось провести замену сервисного агента, открыть счет в новом банке и уведомить заемщиков о новых реквизитах. Ключевым здесь оказался вопрос оперативной передачи документации и электронных баз данных новому сервисному агенту для организации получения платежей от заемщиков по новым реквизитам. С учетом новизны этого процесса для всех участников, включая резервного сервисного агента, на наш взгляд, процесс прошел достаточно гладко. За процессом смены сервисного агента также наблюдали коллеги из рейтингового агентства, которые в начале декабря официально подтвердили неизменность уровня рейтингов по старшим траншам облигаций в данных сделках. По сути, таким образом они подтвердили достаточность денежных потоков по сделке для своевременного исполнения обязательств перед владельцами облигаций.

На наш взгляд, описанные ситуации подтвердили на практике ряд важных тезисов. Во-первых, благодаря дополнительным структурным элементам — резервному фонду, резервному сервисному агенту и другим — сделки секьюритизации способны функционировать нормально даже в крайне стрессовых условиях. Во-вторых, исполнение обязательств по облигациям не зависит от платежеспособности банка-оригинатора, что в случае банкротства оригинатора дает инвесторам в рамках проектов секьюритизации огромное преимущество перед кредиторами банка. В-третьих, вопрос целесообразности замены сервисного агента в каждом случае нужно решать индивидуально, решение зависит от конкретных обстоятельств, допущенных нарушений и состояния портфеля кредитов. Например, прекращение перевода поступающих в пользу эмитента платежей, на наш взгляд, является сильным аргументом в пользу замены, другие менее значительные нарушения имеет смысл рассматривать в совокупности с конкретными обстоятельствами и их влиянием на сделку.

ЛИЗИНГОВАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ПРОДАВАТЬ ИМУЩЕСТВО ИЛИ НЕТ?

В прошлом году компания «Бейкер и Макензи» реализовала на российском рынке дебютную сделку секьюритизации лизинговых платежей в рамках нового закона о секьюритизации. Лизинговая секьюритизация представляет собой достаточно интересную смесь юридических и налоговых вопросов. Ответы на них не всегда очевидны и часто требуют совместного юридического и налогового анализа, который мы предложили в ходе работы над проектом.

Первый важный для структурирования сделки вопрос касается продажи лизингового имущества. Передача имущества, находящегося в лизинге, вместе с денежным требованием по лизинговому договору с баланса лизинговой компании на баланс СФО может оказаться достаточно трудоемким и длительным процессом. В некоторых случаях требуется согласие лизингополучателя и перерегистрация предмета лизинга в государственных органах. Тем не менее, именно передача лизингового имущества вместе с денежным требованием на баланс покупателя является наиболее распространенным вариантом секьюритизации лизинговых платежей, в том числе в международной практике таких сделок. Отчасти это связано с тем, что лизинговый договор может быть прекращен досрочно, и в этом случае СФО останется без требования к лизингополучателю и без имущества, которое по-прежнему находится на балансе лизинговой компании. У СФО сохраняется требование к лизинговой компании по возврату части покупной цены в отношении прекратившегося лизингового договора, но риск сделки оказывается сильно связан с риском невозврата лизинговой компанией части покупной цены. Это может негативно толковаться рейтинговыми агентствами и инвесторами при анализе структуры сделки и влиять на конечный уровень рейтинга.

Отдельная уступка денежного требования по лизинговому договору без продажи лизингового имущества порождает целый ряд налоговых вопросов, связанных с исчислением и уплатой НДС, а также налога на прибыль. Эти вопросы требуют индивидуальной проработки в каждом конкретном случае в зависимости от итоговой структуры сделки.

Например, налоговый аспект будет важной составляющей при определении цены продажи лизингового имущества — денежных требований в рамках лизинговых контрактов. В лизинговых проектах принято осуществлять продажу с дисконтом относительно объема уступаемых требований. Сумма дисконта необходима для создания входящего денежного потока для СФО, который будет использоваться для покрытия текущих расходов СФО — вознаграждения управляющей компании, биржи, сервисного агента и других — и уплаты купона по выпускаемым облигациям. Наличие такого дисконта может повлечь налоговые последствия для СФО и для оригинатора — лизинговой компании.

Специфика лизинговой сделки также заключается в том, что практически весь денежный поток представляют собой будущие требования, то есть требования по уплате лизинговых платежей, которые на момент продажи еще не возникли. Ранее в литературе и судебной практике шла оживленная дискуссия относительно возможности продажи и залога таких будущих прав. В новом Гражданском кодексе и Законе о рынке ценных бумаг этот вопрос решен однозначно в пользу возможности реализации и залога будущих требований, хотя отдельные формулировки все еще требуют доработки.

КРЕДИТЫ МАЛОМУ И СРЕДНЕМУ БИЗНЕСУ: СПЕЦИФИКА

В настоящий момент завершается работа над первой для российского рынка сделкой секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу.

Особенностями этого типа актива является коммерческий характер кредитов и разнообразие предоставленного обеспечения — поручительства, гарантии, залоги движимого имущества, ипотеки, — с которым связана необходимость более детальной проработки механизма передачи новому владельцу прав в отношении всего объема обеспечения по каждому кредитному договору.

Другая любопытная особенность секьюритизации МСП — наличие в портфеле кредитов возобновляемых кредитных линий. Непростой характер этого актива связан с тем, что в рамках сделки секьюритизации необходимо осуществить полную продажу кредитной линии. Таким образом, уступаются как возникшие требования по уже выданным траншам в рамках кредитной линии, так и те, которые возникнут в будущем. Уступка будущих требований происходит в момент их возникновения, но договориться об уступке целесообразно заранее, чтобы она происходила в автоматическом режиме.

При этом возникает вопрос с оплатой СФО покупной цены за такие новые транши. Поскольку кредитная линия является возобновляемой, то объем задолженности по ней в течение жизни сделки может колебаться от нуля до лимита кредитной линии. Заемщик, например, может в текущем месяце полностью погасить задолженность по возобновляемой кредитной линии и в следующем месяце снова взять кредит в размере лимита кредита. В этом случае уступка требований в размере новой выборки в пользу СФО произойдет автоматически, и СФО должен будет уплатить покупную цену за такое требование. Гипотетически возможен сценарий, когда СФО придется единовременно заплатить банку значительную сумму, равную лимитам всех возобновляемых кредитных линий в портфеле. Чтобы не допустить нарушения сроков и сумм оплаты, в документации может быть прописано условие об отсрочке оплаты позднее даты уступки требований по новому траншу, позволяющей, во-первых, обеспечить соблюдение водопадов платежей и использовать поступления по портфелю в первую очередь на погашение такой задолженности, а во-вторых, дать возможность СФО накопить достаточно средств для оплаты за период между датой уступки и датой оплаты.

ФАКТОРИНГ: ЦЕНА КОМИССИИ

Факторинг — очень интересный актив для секьюритизации. По сути факторинг представляет собой финансирование клиента, имеющего дебиторскую задолженность, возникшую из поставки товаров, оказания услуг или выполнения работ либо в виде покупки такой дебиторской задолженности, либо в виде обеспечительной уступки в отношении дебиторской задолженности.

За предоставленное финансирование фактор получает доход в виде комиссии. Комиссия обычно подлежит обложению

НДС. Необходимость начисления НДС в отношении комиссии не всегда выглядит однозначно. Это связано с тем, что в ряде случаев, например при регрессном факторинге, комиссия представляет собой проценты за пользование займом, на сумму которых НДС начисляться не должен. На практике НДС чаще всего присутствует даже в этих случаях.

Вопрос природы комиссии имеет большое значение при обсуждении цены продажи. В зависимости от формулировок комиссия может рассматриваться как своего рода проценты, которые начисляются на сумму задолженности по предоставленному финансированию, или как плата за услугу, оказываемую фактором. В зависимости от принятого подхода отличаются порядок определения покупной цены и налоговые последствия от уступки факторинговых требований для оригинатора и СФО. Как и в случае с лизинговыми сделками, размер дисконта будет существенно влиять на экономику и структуру сделки.

Другой важной особенностью факторинговых требований является их высокая оборачиваемость и короткий средний срок жизни. Все это выдвигает ряд специфических условий для структурирования сделки. Так, например, с позиции фактора-оригинатора ключевое значение после продажи портфеля имеет вопрос учета задолженности по уступленным требованиям и перевода счетов клиентов, то есть должников по уступленным требованиям, в банк с более высоким уровнем рейтинга. Перевод тысяч счетов может оказаться не только трудоемкой, но иногда и невыполнимой задачей для фактора. Необходимость такого требования обычно связана с тем, что в случае банкротства фактора денежные средства по уступленным требованиям продолжат поступать к фактору и могут застрять в его конкурсной массе. Есть и другие способы минимизации данного риска, которые использовались в ряде проектов и могут служить достаточной альтернативой физическому переводу счетов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Сравнивая текущее регулирование российского рынка секьюритизации с тем, что мы имели несколько лет назад, можно увидеть, как рынок учится на собственных ошибках. Опыт, приобретенный в рамках сделок ипотечных секьюритизаций начиная с 2006 г., не пропал зря и был учтен при подготовке нового законодательства и в ходе реализации первых проектов секьюритизации с неипотечными активами. В текущем законе для неипотечных секьюритизаций заложено больше гибкости и возможностей для структурирования сделок, чем в Законе об ипотечных ценных бумагах. А это значит, что выпускаемые облигации лучше удовлетворяют запросам рынка, подстраиваются под него быстрее и точнее. Как это часто бывает, административное и налоговое регулирование отстают от потребностей рынка и требуют особого внимания со стороны оригинаторов и консультантов при структурировании сделки. Как показывает наш опыт, почти всегда можно найти приемлемое структурное решение, которое не скажется на экономическом эффекте сделки и позволит в полной мере воспользоваться возможностями рынка секьюритизации.

Cbonds congress 2016

Наши конференции в 2016 году

V Cbonds Emerging Markets Bond Conference	14-15 апреля Лондон
Круглый стол «Долговой рынок Республики Казахстан»	26 апреля Алматы
Cbonds School Курс «Основы рынка облигаций»	25—27 марта Москва
Investfunds Forum VII – конференция институциональных инвесторов	26–27 мая Санкт-Петербург
IV Форум венчурных инвесторов	7 июня 2016 Москва
XIII Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	16–17 июня Тбилиси
VII конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»	22 сентября Москва
VIII Российский конгресс Private Equity	29 сентября Москва
V конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	6 октября Москва
II круглый стол «Текущие аспекты деятельности корпоративного казначейства на долговом и денежном рынках»	20 октября Москва
VII Российский M&A Конгресс	30 ноября Москва
XIV Российский облигационный конгресс	8–9 декабря Санкт-Петербург

http://cbonds-congress.ru

реклама