Андрей КОРОЛЕВ,
руководитель юридического департамента,
TMF Group

Анна ГОЛИКОВА,
старший юрист,
TMF Group

Актуальные вопросы сопровождения специализированных обществ

На протяжении более чем 10 лет TMF Group участвует в сопровождении деятельности ипотечных агентов и специализированных финансовых обществ (далее — компании специального назначения, КСН). У нас есть возможность непосредственно наблюдать, как меняется законодательство, тенденции и как эти изменения влияют на сделки с практической точки зрения. Учитывая общий спад на рынке, можно констатировать, что прошедший год был не богат на новые выпуски. Согласно нашей внутренней сравнительной статистике, с начала 2017 года было закрыто три сделки по сравнению с 11 сделками в 2013-м и 16 сделками в 2014 году. Все закрытые ТМФ сделки в 2017 году были структурированы с субординированным кредитом вместо младшего транша.

Вместе с тем наметился ряд тенденций, которые могут представлять интерес для участников рынка. Поскольку управляющая и бухгалтерская организации участвуют в сопровождении повседневной деятельности КСН, мы бы хотели более подробно остановиться на следующих практических вопросах:

1) внесение изменений в эмиссионную документацию, причины и последствия таких изменений;

2) институт представителя владельцев облигаций (ПВО) и его практическая роль;

3) вопросы ликвидации специализированных обществ.

ВНЕСЕНИЕ ИЗМЕНЕНИЙ В ЭМИССИОННУЮ ДОКУМЕНТАЦИЮ

Некоторое время назад законодатель закрепил возможность проведения общих собраний владельцев облигаций (ОСВО). В частности, с применением этого института был формализован процесс внесения изменений в эмиссионную документацию. Можем отметить, что это один из наиболее

популярных процессов по размещенным сделкам по итогам 2017 года. Такая активность по внесению изменений связана с тем, что сделки, как правило, планируются минимум на 5–7 лет, а условия рынка и различные внешние факторы меняются намного быстрее. В связи с этим эмиссионная документация зачастую перестает отвечать текущим реалиям. На практике среди основных причин внесения изменений можно выделить следующие:

- необходимость корректировки условий досрочного погашения облигаций;
- необходимость дополнительного выпуска, который будет обеспечиваться залогом того же ипотечного покрытия;
- необходимость замены формы обеспечения: например, в случае, когда страховщик по сделке меняется на поручителя;
- необходимость внесения изменений в структуру сделки.

На наш взгляд, основной практической проблемой при проведении ОСВО является нехватка голосов для принятия решения. В большинстве случаев это происходит потому, что владельцы облигаций просто не знают, что они могут принять участие в голосовании, а без кворума решение принято не будет. Дело в том, что порядок уведомления депозитарием (регистратором) депонентов определяется заключенными с депонентами договорами. У НРД существует утвержденная система доведения информации до депонентов. Данный порядок регламентирован правилами НРД и подразумевает наличие у депонентов системы электронного документооборота (ЭДО). При этом, если депонент не является активным пользователем ЭДО, такую информацию можно упустить из вида. Правда, существует также раскрытие на сайте эмитента и НРД.

Есть и другие случаи, когда может произойти сбой в доведении информации до владельцев: например, если в списке лиц, которым направляются материалы к ОСВО, есть номинальный держатель. В этом случае порядок уведомления депонента усложняется, так как информация должна успешно преодолеть два звена в установленные законом сроки: НРД → номинальный держатель и номинальный держатель → владелец. Когда первый неудачный опыт созыва ОСВО показал, что система часто дает сбои на этапе голосования, на практике выработался следующий подход: заинтересованная сторона (обычно инициатор внесения изменений) заблаговременно прорабатывает вопрос относительно голосования с владельцами облигаций. От этой работы зависит, будет ли принято положительное решение по итогам голосования.

Мы также хотели бы отметить некоторую вариативность внесения изменений. В классическом понимании изменения вносятся после закрытия сделок, то есть после размещения облигаций. Но, по нашему опыту, есть примеры сделок, где изменения вносились в процессе регистрации выпуска. Такой вариант подходит для случаев, когда сроки запуска процедуры регистрации эмиссионной документации уже наступили, но некоторые условия структуры сделки еще не утверждены. В таком случае в решении можно указать возможность публикации соответствующего сообщения о существенном факте за несколько дней до начала размещения. По своей сути это обычное сообщение о существенном факте, которое публикуется КСН и условия которого составляют неотъемлемую часть решения о выпуске облигаций. Это, в свою очередь, позволяет не нарушать запланированные сроки регистрации и одновременно с этим соблюсти все запланированные и согласованные условия выпуска.

Учитывая опыт проведенных ОСВО, можно сделать следующие выводы:

- эмиссионная документация перестает быть статичным документом;
- процесс влияет на экономику сделки с точки зрения ее удорожания;
- институт ОСВО наконец-то заработал на практике.

ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ И ЕГО ПРАКТИЧЕСКАЯ РОЛЬ

Переходя от института ОСВО к ПВО, важно отметить, что когда механизм представителя владельцев облигаций нашел свое воплощение в законодательных нормах, стало ясно, что глава 6.1 Закона о рынке ценных бумаг[1] содержит в себе

[1] Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 31.12.2017 г.) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.02.2018 г.).

общие нормы, в большей степени описывающие, зачем этот институт был введен, а не как именно ПВО должен осуществлять свои функции. Об этом мы можем судить не только с позиции управляющей организации, но и как компания, выполняющая функцию представителя владельцев облигаций.

По состоянию на февраль 2018 года список зарегистрированных Банком России компаний, готовых оказывать услуги ПВО, насчитывает 59 обществ.

По прошествии порядка трех лет с того момента, как назначение ПВО стало обязательным для ряда выпусков, мы можем сделать вывод, что степень вовлеченности этого участника в сделки разная и роль ПВО может быть как «наблюдательной», так и более активной.

Говоря о наблюдательной роли, мы подразумеваем ситуацию, когда ПВО утверждается при регистрации эмиссионной документации эмитентом, КСН заключает с ним договор и, по сути, взаимодействие КСН и ПВО в дальнейшем сводится к минимуму, обозначенному в договоре.

Но в части сделок мы наблюдаем, что ПВО довольно активно привлекается в иных ролях в рамках обычной деятельности КСН. Конечно, следует отметить, что такой подход в большей степени свойственен для специализированных финансовых обществ (СФО). В качестве примеров подобного участия можно привести следующие:

- право подписывать изменения в договорную документацию;
- право просмотра, а порой и обязательного акцепта, ряда платежей КСН. Полагаем, что здесь роль ПВО можно сравнить с институтом специализированного депозитария в сделках классической ипотечной секьюритизации. На наш взгляд, на практике такая активная роль стимулирует банки залоговых счетов развивать и адаптировать новый продукт, который будет удовлетворять индивидуальным требованиям каждой конкретной сделки.

Активная роль ПВО позволяет также обеспечить необходимый комфорт для владельцев облигаций, поскольку представитель владельцев облигаций, который непосредственно участвует в деятельности эмитента, действует исключительно в интересах облигационеров.

Полагаем, что институт ПВО со временем будет играть все бóльшую роль, поскольку его наличие упрощает и делает более прозрачными некоторые процессы в деятельности КСН и при этом защищает интересы владельцев облигаций.

ЛИКВИДАЦИЯ КСН

Тема специфики ликвидации КСН не нова, но в последнее время она становится более актуальной, поскольку у ряда выпусков срабатывают триггеры полного досрочного погашения, и следующей логической стадией является ликвидация. На текущий момент соотношение активных сделок и сделок в процессе ликвидации в портфеле ТМФ составляет 83%/17%, и мы не исключаем, что в ближайший год процент ликвидируемых КСН увеличится.

На первый взгляд, процедура ликвидации довольно проста: у КСН нет штата работников, отношения с большинством контрагентов автоматически прекращаются с момента погашения бумаг, необходимо только формально пройти все стадии ликвидации. Но с практической точки зрения все выглядит несколько сложнее.

В целом главная проблема сводится к невозможности точно рассчитать средства для обеспечения расходов КСН до момента внесения записи об исключении компании из ЕГРЮЛ. Данная проблема возникает по следующим причинам:

- непредвиденные расходы вследствие проверок со стороны государственных органов, например, выездных или камеральных проверок налоговой службы;
- невозможность оценить продолжительность услуг обязательных контрагентов КСН. Например, для КСН в форме АО обязательным контрагентом является профессиональный регистратор, который ведет реестр компании специального назначения до момента внесения в ЕГРЮЛ записи об исключении. Поскольку возможность регистрировать SPV в форме ООО возникла относительно недавно, в подавляющем большинстве сделок КСН учреждены в форме АО и сталкиваются с этими проблемами.

В связи с невозможностью точного расчета средств возникают две диаметрально противоположные проблемы: необходимость дополнительного фондирования

КСН в случае нехватки средств и необходимость вывода избыточных денежных средств, оставшихся на счетах КСН. Ни один из вариантов не является предпочтительным по следующим причинам:

- в случае нехватки средств у КСН фактически нет шансов получить необходимое фондирование, поскольку для оригинатора сделка, по сути, закончена и согласовывать выдачу кредита/займа для компании, находящейся в процессе ликвидации, весьма проблематично. Кроме того, заем предполагает возвратность, поэтому, совместно прорабатывая вопросы ликвидации с оригинаторами, мы заблаговременно предупреждаем о таких рисках и предлагаем учесть сумму на непредвиденные расходы;
- в случае, когда средств в избытке, КСН необходим безрисковый механизм их вывода, поскольку возврат средств банку-оригинатору сложен с точки зрения оформления, а возврат учредителям, которыми являются специализированные некоммерческие организации, практически нереализуем. В этом случае КСН может продолжать существовать в течение долгих лет, пока все находящиеся в распоряжении средства не будут израсходованы.

Если быть объективными, первый вариант уже неинтересен оригинатору, поскольку сделка завершена, второй вариант неинтересен никому, поскольку такие ликвидации могут тянуться годами, в зависимости от размера остатка средств на счетах. Необходимо также учитывать новые нормы законодательства в отношении ООО, вступившие в силу с 1 сентября 2017 года, которые ограничивают сроки ликвидации: теперь срок ликвидации не может составлять более 1 года, и в случае превышения сроков их продление возможно только в судебном порядке. В противном случае необходим перерыв в полгода и запуск процесса ликвидации сначала. Все обозначенные вопросы остаются открытыми и решаются в индивидуальном порядке по каждой сделке.

В завершение хотелось бы отметить, что спектр вопросов, возникающих в рамках ежедневного сопровождения специализированных эмитентов, гораздо шире и не может быть рассмотрен в рамках одной публикации. При этом мы уверены, что при должном внимании основных игроков и регулятора озвученная проблематика найдет свое решение как на уровне новых нормативно-правовых актов, так и в рамках практики, которая формируется всеми участниками рынка секьюритизации в России.