ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2019

Правовые и налоговые вопросы в сделках секьюритизации

Иван МАХАЛИН,
начальник отдела регулирования финансовых инструментов, департамент стратегического развития финансового рынка, Банк России

Анна МАЗАЕВА,
ведущий эксперт, департамент стратегического развития финансового рынка, Банк России

«Секьюритизация в законе»: что изменилось в 2018 году? Куда двигаться дальше?

Прошедший 2018 год[1] ознаменовался принятием значимых законов, вносящих изменения в законодательство о рынке ценных бумаг, а именно Закона о структурных облигациях[2], Закона об упрощении эмиссии[3], Закона о синдицированном кредите[4]. Толчком к этим изменениям отчасти послужили экономические санкции[5] и необходимость «импортозамещения» структурных финансовых инструментов и механизмов проектного финансирования для реализации долгосрочных проектов в реальном секторе экономики[6].

[1] Написанный авторами текст не является и не может считаться выражением официальной точки зрения Банка России и (или) иных лиц, с которыми авторов связывали или связывают трудовые отношения, и представляет собой точку зрения авторов.

[2] Федеральный закон от 18.04.2018 № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” в части регулирования структурных облигаций».

[3] Федеральный закон от 27.12.2018 № 514-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг».

[4] Федеральный закон от 31.12.2017 № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» в части программ облигаций специализированных обществ проектного финансирования.

[5] Пояснительная записка к проекту Закона о структурных облигациях.

[6] Пояснительные записки к проекту Закона об упрощении эмиссии, проекту Федерального закона «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (подписан 31.12.2017 № 486-ФЗ, далее — Закон о синдицированном кредите).

В статье будут рассмотрены ключевые изменения законодательства, направленные на совершенствование механизмов секьюритизации: упрощение процедуры эмиссии облигаций, размещаемых в рамках секьюритизации, и применение структурных облигаций как инструмента синтетической секьюритизации. Дополнительно предлагается оценить возможные пути для дальнейшего совершенствования законодательства о секьюритизации и инфраструктурных облигациях.

I. ВЛИЯНИЕ ИЗМЕНЕНИЙ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В 2018 ГОДУ НА СДЕЛКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

1. Упрощение эмиссии

1.1. Отказ от консолидированной отчетности специализированных обществ и ипотечных агентов.

В силу того что специализированные общества и ипотечные агенты не имеют подконтрольных организаций, являются организациями специального назначения и по общему правилу принимают активы в обеспечение выпуска посредством действительной продажи активов, к ним нецелесообразно применять требование о подготовке консолидированной отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). В настоящее время специализированные общества и ипотечные агенты вынуждены составлять отчетность по МСФО на индивидуальной основе. По замыслу разработчиков Закона об упрощении эмиссии, устранение обязанности составлять консолидированную отчетность будет способствовать сокращению затрат на подготовку проспекта ценных бумаг и раскрытие информации в ходе секьюритизации[1].

1.2. Отказ от необходимости фиксировать залоговый счет при регистрации решения о выпуске.

Закон об упрощении эмиссии[2] предоставляет эмитенту право вносить в решение о выпуске реквизиты залогового счета после регистрации решения о выпуске. Данное положение позволяет специализированному обществу проходить процедуру идентификации в банке и открывать залоговый счет в период регистрации выпуска облигаций, что на практике позволяет существенно сократить подготовку к размещению облигаций.

1.3. Возможность расширения полномочий общего собрания владельцев облигаций (далее — ОСВО) в решении о выпуске облигаций.

До принятия Закона об упрощении эмиссии компетенция ОСВО была закреплена в законе и не могла быть расширена. Между тем закон не предоставлял ОСВО полномочий, которые необходимы в сделках с залоговым обеспечением, в особенности в сделках проектного финансирования. В таких сделках часто целесообразно предоставить ОСВО право давать согласие на (а) распоряжение крупными суммами средств, находящихся на залоговом счете, (б) замену существенных активов, входящих в состав залогового обеспечения, (в) изменение условий исполнения требований, входящих в залоговое обеспечение, и так далее. Благодаря внесенным изменениям данные полномочия ОСВО могут быть указаны в решении о выпуске.

1.4. Расширение функционала специальных обществ проектного финансирования (далее — СОПФ).

По общему правилу, в рамках программы (то есть в рамках одного проспекта) могут осуществляться только выпуски необеспеченных облигаций. Однако Закон о синдицированном кредите делает первые шаги на пути к упрощению эмиссии залоговых облигаций, предоставляя право СОПФ размещать несколько выпусков облигаций с обеспечением в рамках одной программы. Наряду с правом осуществлять программные выпуски указанный Закон предоставляет право СОПФ выступать участником синдиката кредиторов, а также предоставлять займы (данное право предоставлено только для СОПФ, 100% капитала которых принадлежит России или ВЭБ). Эти изменения направлены на обеспечение участия СОПФ в проектном финансировании инвестиционных проектов, в частности в рамках программы «Фабрика проектного финансирования»[3].

---

[1] Пояснительная записка к проекту Закона об упрощении эмиссии.

[2] Пункт 10 статьи 27.3-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», введенный Законом об упрощении эмиссии. Вступает в силу с 01.01.2020.

[3] Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 № 158 «О программе “Фабрика проектного финансирования”».

2. Структурные облигации как инструмент синтетической секьюритизации.

Законом о структурных облигациях на рынок внедряется гибридный финансовый инструмент — структурная облигация, объединяющая в себе признаки долгового инструмента с фиксированной доходностью и производного финансового инструмента. В отличие от классических облигаций, структурные предусматривают, что как размер, так и сам факт выплаты купона может зависеть от различных показателей (базисных активов).

В обычной, «несинтетической» секьюритизации банк — владелец определенных прав требования (оригинатор) «упаковывает» права на эти требования в облигации, выпускаемые с баланса данного банка или специально созданной компании (SPV). В синтетической секьюритизации оригинатор остается полноправным владельцем прав требования, однако делится риском, связанным с такими требованиями, с третьим лицом с помощью структурного инструмента.

Синтетическая секьюритизация может осуществляться с помощью фондированных и нефондированных структурных инструментов. К нефондированным инструментам относится кредитный дефолтный своп. По кредитному дефолтному свопу одно лицо (покупатель кредитной защиты) платит другому лицу (продавцу кредитной защиты) премию. В случае если должники по правам требования, являющимся предметом свопа, перестают исполнять свои обязательства (дефолт), то продавец кредитной защиты компенсирует покупателю потери от дефолта.

Фондированная синтетическая секьюритизация в зарубежной практике осуществляется главным образом путем выпуска кредитных нот. Оригинатор, выпустив такие ноты, привлекает денежные средства (фондирование). Он должен вернуть эти денежные средства с процентами, если только не наступит дефолт по правам требования, названным в условиях выпуска структурных облигаций. Таким образом, покупатели структурных облигаций принимают на себя риск дефолта и выступают фактически продавцами кредитной защиты. Подобная конструкция, с одной стороны, позволяет распределить кредитный риск между значительным числом владельцев облигаций, с другой — предлагает конечным инвесторам новый инвестиционный продукт с повышенной доходностью. Таким образом, внедрение на российский рынок структурных облигаций теоретически дает возможность в рамках российской юрисдикции совершать сложные сделки синтетической секьюритизации.

Однако экономическая целесообразность синтетической секьюритизации объясняется главным образом возможностью «разгрузки» капитала банка за счет передачи кредитного риска приобретателям облигаций. Согласно правилам Базеля III, кредитная организация может использовать сделки синтетической секьюритизации для снижения требований к капиталу, однако для «разгрузки» капитала необходимо соблюдение ряда операционных требований[1].

В то же время нормативные акты Банка России пока не позволяют использовать синтетическую секьюритизацию для снижения нагрузки на капитал.

II. ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ДАЛЬНЕЙШЕМУ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

1. Дальнейшее расширение полномочий СОПФ.

1.1. Право СОПФ быть участником проектного финансирования на правах частного партнера или концессионера.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» формально наделяет СОПФ правом совершать практически любые сделки, но только если они соответствуют его целям и предмету деятельности либо направлены на повышение или поддержание его кредитоспособности[2]. При этом закон крайне

[1] Art. 25 part 2, C Section I Basel III Document, Revisions to the securitisation framework, Amended to include the alternative capital treatment for «simple, transparent and comparable» securitisations, 11 December 2014 (rev. July 2016), https://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf, par. 189, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Basel Committee on Banking Supervision, https://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf.

[2] П. 4 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

узко определяет предмет и цели деятельности СОПФ. К ним относятся только приобретение и «переупаковка» денежных требований, возникающих в связи с реализацией проекта, в обеспеченные залогом облигации[1].

Юридические риски в связи с определением цели и предмета деятельности могут возникать в случаях, если СОПФ выступает проектной компанией (SPV), непосредственно реализующей инфраструктурный или иной проект (например, выступает заказчиком строительства завода).

Возможность использования SPV как компании, реализующей проект, в рамках рейтингуемых сделок проектного финансирования отмечается международными и российскими рейтинговыми агентствами. В таких проектах SPV служит для ограничения риска инвесторов рисками одного проекта.

В частности, это может достигаться за счет:

- ограничения целей деятельности SPV;
- ограничения привлечения нового долга;
- установления ограничений на реорганизацию, изменение положений устава;
- оговорки об отказе кредиторов по договорам, одной из сторон которых является SPV, от права требовать признания SPV банкротом (non-petition) и применения в отношении него процедур по делу о несостоятельности.

Конструкция СОПФ позволяет реализовать все эти цели. Однако, для того чтобы СОПФ могло выступать лицом, реализующим проект в сделках проектного финансирования, требуется устранение неопределенности в части предмета и целей деятельности СОПФ.

Если СОПФ будет предоставлено право реализовывать проект, то целесообразно также предоставить ему возможность после погашения его облигаций перейти к предпринимательской деятельности в статусе обычного хозяйственного общества без ограничений, которые накладывает статус СОПФ. Это может требоваться, например, на стадии эксплуатации проекта, реализованного СОПФ, выступающим концессионером или частным партнером.

1.2. Предоставление любым СОПФ права выдавать займы и приобретать права требования по кредитным договорам.

Для целей расширения способов финансирования проектов предлагается предоставить право СОПФ выдавать займы лицу, реализующему проект, а также приобретать права по кредитам, которые предоставлены для финансирования проекта. В настоящий момент такое право предоставлено только для СОПФ, 100% капитала которых принадлежит России или ВЭБ.РФ, что не способствует увеличению финансирования проектов государственно-частного и муниципально-частного партнерства[2].

2. Уступка требований из концессионного соглашения и соглашения о ГЧП / МЧП.

2.1. В Федеральном законе от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (далее — Закон о концессиях) предлагается прямо предусмотреть возможность согласия концедента на уступку будущих требований, а также возможность закрепления согласия на уступку в «прямом соглашении» между таким концедентом и кредиторами концессионера. Это снизит юридические риски для случаев уступки будущих требований по концессионному соглашению. В свою очередь, уступка будущих требований может быть необходима при секьюритизации концессионного проекта.

2.2. В Закон о ГЧП / МЧП[3] целесообразно внести аналогичные изменения. В частности, предлагается вовсе снять запрет на уступку прав по соглашениям о ГЧП / МЧП, в том числе будущих прав, при наличии согласия публичного партнера. Текущее законодательство не допускает осуществление уступки прав частного партнера, за исключением случаев его замены[4]. Данный запрет не соответствует практике международного регулирования таких отношений. В частности, Типовые законодательные положения ЮНСИТРАЛ (Комиссия ООН по пра-

[1] Абз. 2 п. 2 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

[2] Ч. 2 ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

[3] Федеральный закон «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[4] Ст. 13 Закона о ГЧП / МЧП.

ву международной торговли, англ. United Nations Commission on International Trade Law, UNCITRAL) по проектам в области инфраструктуры, финансируемым из частных источников, допускают уступку прав требования частного партнера при согласии публичного партнера[1]. Такая уступка также может быть востребована при секьюритизации требований из соглашений о ГЧП / МЧП.

3. Механизмы защиты прав инвесторов

3.1. Презумпция знания контрагента специализированного общества об ограничениях на совершение сделок, установленных его уставом.

Согласно статье 174 Гражданского кодекса Российской Федерации, для признания недействительной сделки, совершенной органом юридического лица с нарушением ограничений, установленных его уставом, истцу требуется доказать, что контрагент по сделке знал о таких ограничениях.

Для специализированных обществ в настоящее время предусмотрена специальная норма, устанавливающая презумпцию знания кредиторов специализированного общества о наличии ограничений в части предмета и целей деятельности таких обществ[2]. Однако аналогичной нормы относительно знания кредиторов о нарушении запретов, установленных его уставом для защиты интересов его кредиторов[3], не установлено. При этом соблюдение такого рода запретов может быть не менее важно для защиты прав кредиторов, в том числе владельцев облигаций, чем соблюдение требования о предмете и целях деятельности специализированного общества.

В этой связи предлагаем закрепить презумпцию знания контрагентов специализированного общества об указанных запретах.

3.2. Раскрытие информации о документах, подписанных представителем владельцев облигаций (далее — ПВО) от имени владельцев облигаций.

В настоящее время обязанности ПВО по предоставлению или раскрытию информации о документах, подписанных от имени облигационеров, не установлены. При этом на практике к числу документов, подписываемых ПВО, могут относиться межкредиторские и иные соглашения, которые напрямую влияют на объем прав облигационеров. Подписание таких документов может быть необходимо, в частности, в ходе структурирования обеспечения при привлечении финансирования инфраструктурных проектов. В качестве примера можно привести документацию по облигациям ООО «Магистраль двух столиц». Расширение требований к раскрытию информации ПВО повысит его значение как защитника интересов владельцев облигаций и снизит вероятность споров с облигационерами в рамках выпусков инфраструктурных облигаций.

***

При несомненно положительном значении рассмотренных изменений нельзя говорить о том, что отечественное законодательство предоставляет достаточно широкие и равные возможности для участия бизнеса в развитии реального сектора экономики через механизмы секьюритизации. В связи с этим представляется необходимым продолжение работы в части обеспечения участия СОПФ в отношениях по государственно-частному партнерству в качестве полноправного участника долгосрочных проектов.

---

[1] Руководство ЮНСИТРАЛ для законодательных органов по инфраструктурным проектам, финансируемым из частных источников, URL: http://www.uncitral.org/pdf/russian/texts/procurem/pfip/guide/pfip-r.pdf.

[2] П. 16 ст. 15.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

[3] Согласно подп. 2 п. 6 ст. 15.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».