Геннадий ГОДЯЕВ,
руководитель направления структурного финансирования, TMF Group

Максим КАЧАНОВ,
юрист, TMF Group

Сопровождение сделок секьюритизации: юридические аспекты и риски

Прошедший 2019 год продемонстрировал монополию государства на рынке ипотечной секьюритизации в России, одновременно преобладала тенденция скорее к досрочному погашению имеющихся сделок, нежели к регистрации новых компаний специального назначения (КСН). Позитивным шагом можно назвать курс Банка России на снижение ключевой ставки. Доступные кредиты дают возможность накапливать портфели банков и потенциально увеличивают количество возможных сделок секьюритизации. Еще одним важным шагом является реализация на практике нового инструмента в российском праве — структурных облигаций. Повышенная доходность структурных облигаций привлекает новых инвесторов, а другие игроки рынка с интересом наблюдают за опытом «первопроходцев». Управляющая организация вместе с оригинатором проходит все этапы сделки и разделяет риски. В настоящей статье мы разберем некоторые из рисков, а также актуальные аспекты работы управляющей организации.

РЕГУЛЯТОРНЫЕ РИСКИ

Рассматривая положительные изменения в российском законодательстве, стоит отметить, что масштабность изменений может создавать дополнительный стресс участникам сделок секьюритизации. Принятие Положения Банка России № 647-П существенно изменило подход к порядку расчета кредитного риска по сделкам секьюритизации. Банкам-оригинаторам пришлось вносить корректировки в финансовую модель и пересматривать целесообразность всей сделки.

Иные изменения могут полностью заблокировать возможность продолжения сделки для определенных участников рынка. Самым ярким примером является внесение изменений в Федеральный закон «О микрофинансовой деятельности

и микрофинансовых организациях»[1]. Микрофинансовые организации потеряли возможность выдавать займы под залог недвижимости и таким образом накапливать свой портфель. Закон был принят в июле, а 1 ноября уже вступил в силу. Микрофинансовые организации, готовящиеся к выпуску облигаций, оказались в ситуации, когда были вынуждены свернуть сделку и понести убытки по организации выпуска. Столь радикальные и быстрые перемены добавляют дополнительных рисков и недоверия со стороны участников рынка. Размещение облигаций по открытой подписке должно базироваться на принципе публичности. Соответственно, система должна быть стабильной и прозрачной для всех участников процесса. В связи с такими прецедентами на рынке секьюритизации у потенциальных новых игроков рынка появляется все больше сомнений. В итоге в России образуется очень узкий круг участников и происходит отставание от развитых западных рынков секьюритизации, где в сделках участвуют различные типы инвесторов, в том числе физические лица.

Стоит отметить, что стремительное развитие рынка ведет к необходимости участия регулятора в лице государства и изменения законодательства для своевременного регулирования процессов. Соответственно, регуляторные риски всегда будут свойственны российскому рынку. Но важным моментом является добавление переходного периода, в котором участники рынка смогут плавно перестроиться под новые правила.

ПРОБЛЕМЫ ФОНДИРОВАНИЯ КСН

На первый взгляд, процесс фондирования КСН в сделках секьюритизации является стандартной процедурой. Оригинатор выдает субординированный заем или кредит созданной КСН. А после погашения облигаций весь остаток выводится обратно оригинатору. На практике появляются различные ситуации, которые затрудняют жизнь участникам сделки секьюритизации.

В сделках CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) основным активом выступает одна или несколько закладных на дорогостоящие объекты недвижимости, такие как бизнес-центры, торгово-развлекательные центры, производственные объекты или многоквартирные комплексы. Данная сделка очень восприимчива к любым негативным факторам, что в итоге может приводить к дефолту по облигациям.

В случае банкротства компании-заемщика денежные средства по закладной перестают поступать в КСН. Соответственно, у КСН отсутствует возможность исполнить свои обязательства по облигациям. Зачастую финансовая модель по сделке не предусматривает некоего резервного фонда или участия поручителя. К тому же организатор сделки не имеет интереса дополнительно фондировать КСН и покрывать все убытки. В итоге управляющая организация КСН вынуждена объявить дефолт по облигациям и заниматься долгой процедурой банкротства. Помимо владельцев облигаций страдают все контрагенты КСН. По действующим договорам ежемесячно начисляются новые счета, а также пени. При этом у КСН отсутствует возможность их оплатить. В дальнейшем контрагенты начинают претензионно-исковую работу, и КСН во главе с управляющей организацией остается заложником ситуации. Получить фондирование фактически невозможно. Также очень туманной является перспектива получения денежных средств после завершения процедуры банкротства компании-заемщика.

Обратная ситуация может сложиться с невозможностью вывода остатка денежных средств с КСН после погашения облигаций в случае неправильного расчета расходов. Как правило, после погашения облигаций начинается процедура ликвидации КСН. На практике могут возникать непредвиденные расходы КСН, что значительно осложняет процедуру ликвидации.

У КСН, зарегистрированных в форме обществ с ограниченной ответственностью, есть дополнительное ограничение по сроку процедуры ликвидации в один год[2]. Но КСН в форме акционерных об-

[1] «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях».

[2] П. 6 ст. 57 Федерального закона от 08.02.1998 N 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

ществ несут дополнительные расходы на регистратора. Ежемесячная абонентская плата или необходимость подготовки дополнительных списков акционеров для проведения повторного внеочередного общего собрания акционеров может существенно добавить головной боли при ликвидации КСН, так как дополнительное фондирование на такой стадии получить будет невозможно.

Структура сделки секьюритизации предполагает наличие некоммерческих фондов, которые владеют 100% акций или долей КСН. При ликвидации КСН ликвидационный остаток можно поднять до акционера/участника КСН. Но некоммерческий фонд может направить денежные средства только на благотворительные цели в соответствии с уставом фонда. Соответственно, единственным способом получения денег является регулирование взаимоотношений между КСН и оригинатором напрямую. В нашей практике уже отработаны различные механизмы, которые успешно решают эту проблему.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ КСН С ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ОРГАНАМИ

При оказании услуг управляющей и бухгалтерской организациям мы сталкиваемся со сложностями взаимодействия с государственными органами, которые не учитывают специфику деятельности КСН и особенности законодательства в сделках секьюритизации. Государственные органы применяют различные административные рычаги, но это только осложняет бизнес-процессы КСН. Наиболее часто возникают вопросы к деятельности КСН у Федеральной налоговой службы в лице ее различных инспекций. Рассмотрим типичные ситуации, возникающие на практике.

Вызов в налоговую инспекцию для дачи объяснений. Происходит это регулярно в отношении КСН, которые не являются эмитентами и не имеют на балансе портфеля кредитов. Причиной является отражение убытков в ежеквартальной отчетности. В процессе жизнедеятельности КСН несет расходы по действующим договорам с контрагентами. А в момент отсутствия базового актива у общества отсутствует доходная часть. Соответственно, появляются убытки, за которые необходимо отчитаться перед налоговым органом. При этом инспекторам вполне понятна деятельность КСН и структура сделок секьюритизации, но российская бюрократия в государственных органах вынуждает проводить ненужные налоговые проверки и отчитываться перед вышестоящим органом.

Приостановление налоговой инспекцией регистрационных действий по одной или сразу нескольким КСН. Особенно остро стоит вопрос с «черными метками» в отношении юридических адресов КСН. Несколько лет назад налоговые органы начали активную борьбу с адресами массовой регистрации. Появившаяся тенденция являлась абсолютно положительной. Но со временем этот процесс набирал обороты. По итогу бюрократия победила здравый смысл, и действующие компании с реальными адресами стали получать «черные метки». Первым этапом было требование уточнения юридического адреса до конкретного кабинета или комнаты. Позже появилось ограничение количества юридических лиц, зарегистрированных в одной комнате. В дальнейшем ограничение только ужесточалось, а адрес КСН должен был соответствовать требованиям п. 2 ст. 54 ГК РФ.

В связи с большим количеством КСН это для управляющих организаций является огромными трудозатратами в части подготовки корпоративных одобрений для смены юридического адреса. При этом меняется или добавляется только комната. Кроме того, увеличиваются расходы КСН на удостоверение корпоративных решений и налоговых форм для подачи на государственную регистрацию. Это препятствует нормальным бизнес-процессам и отражается на сроках по сделкам секьюритизации.

До сих пор остается непонятным механизм добавления «черных меток» для КСН. Налоговые органы поясняют, что это происходит в автоматическом режиме, но не раскрывают все карты. На нашей практике были случаи, когда при одновременной подаче документов на государственную регистрацию по двум КСН, зарегистрированным в одном каби-

нете, одна КСН получала приостановку регистрационных действий, а в ЕГРЮЛ появлялась «черная метка» в части юридического адреса. Бремя доказывания действительности юридического адреса остается на самом КСН, что приводит к необходимости визита в налоговую инспекцию и дачи разъяснений с приложением всех необходимых документов. Остается только надеяться на разумный подход в регулировании со стороны налогового органа.

АДАПТАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ К САНКЦИОННЫМ РИСКАМ

Российская банковская система испытала серьезное напряжение после введения Евросоюзом секторальных экономических санкций, в частности принятия Советом Европейского Союза Решения 2014/512 / CFSP от 31 июля 2014 года, а также Постановлений № 833/2014 от 31.07.2014, 960/2014 от 08.09.2014, 1290/2014 от 04.12.2014[1], которые ограничили возможность проведения сделок со Сбербанком, Банком ВТБ, Газпромбанком, а также их дочерними структурами. Это неминуемо привело к замедлению темпов экономического роста в России. Нестабильность в банковском секторе серьезно отразилась на количестве рыночных сделок секьюритизации. Участникам рынка пришлось быстро приспосабливаться к новым правилам. К примеру, для сделок секьюритизации появился новый подход с введением в сделку резервной управляющей и резервной бухгалтерской организаций. На практике пока не было случая замены на резервную УК и БО по санкционным основаниям.

Другим примером является переход от использования голландских штихтингов на российские некоммерческие фонды в сделках секьюритизации. Это вызвано рекомендациями рейтинговых агентств для исключения санкционных рисков. Ведь существуют риски изменения законодательства иностранной юрисдикции, что может привести к невозможности продолжения обслуживания российского оригинатора. Конечно, у российских некоммерческих фондов есть и ряд недостатков. Но они связаны с требованиями действующего законодательства. А как известно, в России очень быстро меняется законодательство, что позволяет с оптимизмом ожидать позитивных изменений. Некоммерческие фонды обязаны проходить дополнительную проверку в Минюсте перед государственной регистрацией в ЕГРЮЛ. Некоммерческие фонды должны иметь расчетный счет, а их ликвидация возможна только по решению суда.

Применение новых подходов и возможностей в сделках секьюритизации ярко показывает, как инфраструктура рынка адаптируется к современным условиям.

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Институт представителей владельцев облигаций появился в российском правовом поле еще с 1 июля 2014 года в связи с вступившими в силу изменениями в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», однако с тех пор, к сожалению, не претерпел существенных позитивных изменений. В зарубежных юрисдикциях представитель владельцев облигаций в силу достаточной развитости экономических отношений и правового регулирования выполняет функцию «почтового ящика» между владельцами облигаций, эмитентом, юридическим консультантом и прочими участниками сделок структурного финансирования. В российской же действительности ПВО зачастую подвергается высоким рискам и большим штрафным санкциям. Одним из факторов этого является высокий по сравнению с иностранной практикой уровень дефолтов по облигациям.

ПВО обладает весьма небольшими полномочиями, которые может реализо-

[1] Доступны по следующим ссылкам: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011457120&uri=CELEX:32014D0512; https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011562604&uri=CELEX:32014R0833; https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011638430&uri=CELEX:32014R0960; https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011562604&uri=CELEX:32014R1290.

вывать только путем раскрытия информации либо предоставления копий документов владельцам облигаций, как гласит Положение Банка России от 29.10.2014 № 439-П. Зачастую владельцы облигаций требуют от ПВО не исполнять решения общего собрания владельцев облигаций, игнорируя п. 1 ст. 29.6 и п. 4 ст. 29.8 ФЗ «О рынке ценных бумаг», особенно если речь идет о подписании соглашения о новации для реструктуризации обязательств по облигациям эмитента. Не получая желаемого результата, владельцы облигаций массово обращаются в суды и Банк России для оказания воздействия на эмитента и ПВО, которые, с их точки зрения, бездействуют и находятся в сговоре. Суды и Банк России при поступлении массовых обращений со схожим предметом оперативно реагируют на ситуацию. В адрес ПВО поступают многочисленные предписания Банка России с максимально сжатыми сроками на ответ, а также судебные повестки. В случае нарушения срока ответа на предписание хотя бы на один день Банк России активно применяет положения ч. 9 ст. 19.5 КоАП РФ, влекущие для ПВО потенциальный штраф в размере от 500 до 700 тыс. рублей. В целях соблюдения экономической целесообразности и учитывая возможные риски из сложившейся практики ПВО увеличивает стоимости услуг, что отражается на расходах КСН. В итоге мы имеем институт с минимальным количеством полномочий, подверженный бесконечным запросам от государственных органов и физических лиц. В связи с увеличением числа инвесторов — физических лиц ситуация будет лишь усугубляться.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В завершение снова отметим важность качественной проработки документации к сделкам. Ведь выпуски секьюритизации рассчитаны на долгосрочный период, поэтому важно урегулировать отношения между участниками всей инфраструктуры. Хотелось бы также обратить внимание на необходимость реалистичного подхода в оценивании рисков, тщательного анализа финансовой модели и возможных расходов по сделкам. Ожидай неожиданное, и ничто не сможет тебя застать врасплох, но лучше «на берегу» организовать грамотный риск-менеджмент и предусмотреть выходы из возможных дедлоков, прецеденты по которым уже сформированы на практике.