



Крупышев Д.
Партнер
Legal Capital Partners



Коренева С.
Юрист
Legal Capital Partners

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФАКТОРИНГОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ. НАЛОГОВЫЕ И ЮРИДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

[Оригинальная статья была опубликована на сайте <http://www.factoringpro.ru>, 25.01.2012]

Секьюритизация является инструментом финансирования, позволяющим преобразовать низколиквидные активы в высоколиквидные. В рамках сделки по секьюритизации секьюритизируемый актив (портфель дебиторской задолженности, обеспечивающий стабильный приток денежных средств от должников) отделяется от имущества компании-оригинатора путем его продажи компании специального назначения (Special Purpose Vehicle – SPV), которая выпускает ценные бумаги (облигации), обеспеченные указанным активом.

В качестве секьюритизируемого актива могут выступать, в том числе, факторинговые требования.

ОСНОВНЫЕ ПРИЗНАКИ SPV

SPV характеризуется следующими признаками:

- целевая правоспособность и возможность осуществлять только строго определенные виды деятельности;
- защита от добровольного и принудительного банкротства – SPV не должна быть признана банкротом в случае невозможности по каким-либо причинам осуществить выплаты владельцам выпущенных SPV облигаций;
- запрет на добровольную ликвидацию;
- наличие хотя бы одного независимого директора в органах управления SPV;
- низкая степень капитализации, доля «реального» имущества сравнительно невелика, поскольку SPV создается исключительно в целях выпуска ценных бумаг и фактически не осуществляет никакой предпринимательской деятельности;
- отсутствие очевидной цели извлечения прибыли, поскольку все доходы SPV предназначены для осуществления выплат владельцам облигаций;
- изолирование имущества и обязательств SPV от имущества и обязательств компании-оригинатора – SPV должна действовать как самостоятельное лицо для исключения возможности включения имущества SPV в конкурсную массу в случае банкротства компании-оригинатора. Кроме того, банкротство компании-оригинатора в целом не должно каким-либо образом затрагивать интересы владельцев выпущенных SPV облигаций;
- ограничение на заимствования – SPV не должна принимать на себя дополнительные долговые обязательства кроме случаев, когда указанные обязательства производны от уже существующих;
- возможность учреждения SPV в оффшорной юрисдикции;
- возможность учреждения SPV как на определенный, так и неопределенный сроки.

ЭТАПЫ СДЕЛКИ ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФАКТОРИНГОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ

Сделка по секьюритизации факторинговых требований включает в себя следующие этапы. Компания-оригинатор (фактор) учреждает SPV и продает SPV секьюритизируемый актив (права требования, приобретенные в рамках факторинговой деятельности). Для покупки указанного актива SPV привлекает финансирование в виде субординированного кредита и выпускает на территории Российской

Федерации облигации, обеспеченные приобретенными у фактора правами требования. Исполнение обязательств SPV по выплате процентов и погашению основного долга перед владельцами облигаций осуществляется за счет денежных потоков, генерируемых секьюритизированным активом.

УЧАСТНИКИ СДЕЛКИ ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФАКТОРИНГОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ

В сделке по секьюритизации факторинговых требований участвуют:

- компания-оригинатор (фактор);
- SPV;
- сервисный агент (функции сервисного агента может выполнять компания-оригинатор) – лицо, обслуживающее секьюритизированный актив, в том числе осуществляющее сбор задолженности, отслеживающее своевременность ее погашения, проводящее процедуры принудительного взыскания просроченной задолженности;
- инвесторы – владельцы выпущенных SPV облигаций;
- банк-кредитор – поставщик субординированного кредита для SPV;
- банк-агент сбора платежей – банк, на счет в котором зачисляются выплаты должников по секьюритизированным факторинговым требованиям;
- банк счета эмитента – банк, через который осуществляются выплаты владельцам облигаций;
- платежный агент – лицо, перечисляющее выплаты по облигациям владельцам облигаций;
- расчетный агент – лицо, осуществляющее подсчеты и учет по выплатам владельцам облигаций;
- управляющий денежными потоками – лицо, осуществляющее функции финансового планирования деятельности SPV, в том числе, с целью недопущения разрывов ликвидности и обеспечения осуществления выплат владельцам облигаций в соответствии с графиком;
- поставщики корпоративных услуг – налоговые и юридические консультанты, аудиторы и др.

ПРЕИМУЩЕСТВА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФАКТОРИНГОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ ДЛЯ ФАКТОРА

В пользу секьюритизации как одного из способов рефинансирования факторинговых требований свидетельствуют следующие аргументы:

- облигации SPV обладают высокой привлекательностью для инвесторов в связи с тем, что факторинговые требования передаются SPV, полностью изолированной от компании-оригинатора, в результате чего происходит отделение риска банкротства компании-оригинатора от секьюритизируемого актива;
- финансирование от инвесторов привлекается на более выгодных условиях, поскольку ограничение возможностей реорганизации и ликвидации SPV снижает риски инвесторов, связанные с невозможностью получить всю сумму процентного дохода в случае досрочного погашения выпущенных SPV облигаций;
- риски, связанные с секьюритизируемым активом, а именно, риски ненадлежащего исполнения или неисполнения должниками обязательств по приобретенным фактором требованиям снимаются с фактора и разделяются между третьими лицами – владельцами выпущенных SPV облигаций.

ПРАВОВЫЕ РИСКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФАКТОРИНГОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ И СПОСОБЫ ИХ МИНИМИЗАЦИИ

Риски, связанные с выбором юрисдикции для целей учреждения SPV

В связи с тем, что российское законодательство не позволяет реализовать на практике ряд требований, предъявляемых к SPV (в частности, требование целевой правоспособности, запрет принудительного и

добровольного банкротства), учреждение SPV в рамках российской юрисдикции в настоящее время представляется нецелесообразным. В случае учреждения SPV за рубежом на выпущенные SPV облигации будут распространяться установленные российским законодательством требования к размещению и обращению в Российской Федерации ценных бумаг иностранных эмитентов.

При выборе юрисдикции для целей учреждения SPV нужно учитывать, что к размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации могут быть допущены ценные бумаги иностранных организаций-эмитентов, которые:

- учреждены в государствах, являющихся членами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), членами или наблюдателями Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ) и (или) членами Комитета экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (Манивэл) или
- учреждены в государствах, с соответствующими органами (соответствующими организациями) которых ФСФР России заключено соглашение, предусматривающее порядок их взаимодействия.

Ценные бумаги иностранного эмитента в Российской Федерации могут быть допущены:

- к публичному или непубличному размещению и (или)
- к публичному или непубличному обращению.

Для допуска к размещению в Российской Федерации проспект ценных бумаг иностранного эмитента должен быть зарегистрирован в ФСФР России.

Для допуска к обращению в Российской Федерации ценные бумаги иностранного эмитента должны одновременно удовлетворять следующим условиям:

- иметь международный код (номер) идентификации ценных бумаг (ISIN) и международный код классификации финансовых инструментов (CFI);
- быть квалифицированы в качестве ценных бумаг в порядке, установленном ФСФР России.

Процедура допуска ценных бумаг иностранного эмитента к публичному обращению в Российской Федерации различается в зависимости от наличия или отсутствия у указанных ценных бумаг листинга на иностранной фондовой бирже.

При наличии листинга на иностранной фондовой бирже (биржа должна входить в перечень, утвержденный ФСФР России) решение о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к публичному обращению принимается российской фондовой биржей на основании заявления иностранного эмитента или брокера, подписавшего проспект ценных бумаг иностранного эмитента.

При отсутствии листинга на иностранной фондовой бирже решение о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к публичному размещению и (или) публичному обращению принимается ФСФР России. При этом указанные ценные бумаги должны отвечать определенным показателям уровня ликвидности и инвестиционного риска, а проспект ценных бумаг должен быть зарегистрирован ФСФР России.

Учет прав на ценные бумаги иностранного эмитента должен осуществляться российским депозитарием, для которого законодательством установлены дополнительные требования. Информация о ценных бумагах подлежит обязательному раскрытию. По общему правилу, к иностранным эмитентам применяются требования по раскрытию информации, установленные для российских эмитентов (с учетом специфики иностранных эмитентов). Если ценные бумаги иностранного эмитента прошли процедуру листинга на иностранной фондовой бирже, информация раскрывается в том же объеме, что и на указанной бирже.

Как было отмечено выше, в настоящее время учреждение SPV в Российской Федерации нецелесообразно, поскольку российское законодательство не содержит необходимых положений, регулирующих деятельность SPV. Попытка разработать соответствующее регулирование для целей его внедрения в российское законодательство была предпринята совместно Министерством экономического развития Российской Федерации и нашими юристами, подготовившими законопроект о проектном финансировании. Указанный законопроект предусматривает возможность создания специализированного хозяйственного общества (далее также – СХО), удовлетворяющего требованиям, предъявляемым к SPV. Основными чертами СХО, в соответствии с законопроект о проектном финансировании, являются:

- создается в форме общества с ограниченной ответственностью или акционерного общества;
- обладает целевой правоспособностью. Устав СХО должен содержать исчерпывающий перечень осуществляемых видов деятельности, а также сделок, которые специализированное хозяйственное общество вправе совершать. Устав может также предусматривать виды деятельности, которыми СХО не вправе заниматься. Сделки, совершенные с нарушением указанных положений устава являются ничтожными;
- ограничение возможности добровольного банкротства СХО. Право специализированного хозяйственного общества подавать заявление о банкротстве может быть ограничено в соглашении между СХО и его кредиторами, содержащем исчерпывающий перечень случаев, когда специализированному хозяйственному обществу разрешено подавать заявление о банкротстве;
- ограничение возможности добровольной реорганизации и ликвидации СХО. Специализированное хозяйственное общество не может быть добровольно реорганизовано. Устав может предусматривать ограничения или запрет на добровольную ликвидацию СХО.

Использование специализированного хозяйственного общества в целях секьюритизации факторинговых требований позволило бы избежать рисков, связанных с установленными российским законодательством особенностями и ограничениями на размещение и обращение ценных бумаг иностранных эмитентов в Российской Федерации.

Риски, связанные с особенностями секьюритизируемого актива

Краткосрочность факторинговых требований

Погашение долга перед владельцам выпущенных SPV облигаций осуществляется за счет денежных средств, выплачиваемых должниками по секьюритизированным факторинговым требованиям. Факторинговые требования характеризуются краткосрочностью (срок погашения обязательств, требования по которым приобретаются в рамках факторинговой деятельности, составляет в среднем 30 дней), в то время как облигации выпускаются, как правило, на длительный срок. В связи с этим для секьюритизации факторинговых требований рекомендуется использовать «револьверную» структуру сделки (revolving securitization), предусматривающую возможность SPV периодически пополнять портфель долговых обязательств, то есть регулярно приобретать новые факторинговые требования у компании-оригинатора.

Для выполнения указанного условия компания-оригинатор должна обладать возможностями стабильно аккумулировать и продавать SPV требования по долговым обязательствам.

Риск разрыва ликвидности, ведущего к невозможности SPV своевременно выполнить обязательства перед владельцами облигаций

В процессе секьюритизации возникает риск того, что часть из долговых обязательств, требования по которым являются предметом секьюритизации, не будет погашена должниками в установленный срок, что может привести к отсутствию у SPV достаточного количества денежных средств для своевременного исполнения текущих обязательств перед владельцами выпущенных SPV облигаций.

Для минимизации указанного риска объем факторинговых требований, приобретаемых SPV, должен превышать в совокупности объем средств, необходимых для выплат по выпущенным SPV облигациями, что гарантирует инвесторам своевременное исполнение обязательств со стороны SPV даже в случае просрочек или дефолта отдельных должников, осуществляющих платежи по долговым обязательствам (т.н. избыточное обеспечение - overcollateralization).

Кроме того, выпускаемые SPV облигации могут быть разделены на классы с различной очередностью исполнения обязательств – исполнение по одному выпуску облигаций SPV осуществляет только после полного исполнения обязательств по другому выпуску. Таким образом риски, связанные с ненадлежащим исполнением или неисполнением должниками обязательств, требованиям по которым секьюритизированы, переносятся с одного класса облигаций более высокого качества на другой.

Риск ухудшения качества активов компании-оригинатора

Как уже было указано выше, одним из основных признаков SPV является полная обособленность имущества SPV от имущества компании-оригинатора, в процессе секьюритизации секьюритизируемые активы списываются с баланса компании-оригинатора и зачисляются на баланс SPV. В связи с этим при отборе секьюритизируемых активов важно правильно определить критерии отбора, чтобы не допустить ухудшения качества активов компании-оригинатора.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Секьюритизация открывает для финансового агента (фактора) новые возможности по рефинансированию приобретенных в рамках факторинговой деятельности прав требований. Правильно структурированная сделка по секьюритизации обеспечивает эффективное аккумулирование денежных средств и перераспределение денежных потоков, позволяя привлечь средства инвесторов. Для максимального использования возможностей секьюритизации в факторинге представляется целесообразным применение юридических механизмов, известных в международной практике, в их сочетании с возможностями, уже имеющимися в российском праве (такими, как прямой листинг, получение рейтинга для выпущенных SPV ценных бумаг и др.). Для придания дополнительного импульса развитию рынка секьюритизации в России представляется необходимым скорейшее принятие и введение в действие правовых норм, регулирующих деятельность СХО.