



Алексей ЧЕРНЫХ,
старший юрист, Legal Capital Partners

Специализируется на рынках акционерного и долгового капитала. Консультировал эмитентов в более чем 20 выпусках облигаций на российском рынке, включая сделки по размещению облигаций иностранных эмитентов (первый выпуск структурированных облигаций ЕБРР). Обеспечивал полное юридическое сопровождение нескольких проектов по секьюритизации ипотечных кредитов (банк «Уралсиб», Промсвязьбанк). Имеет значительный опыт сопровождения публичных размещений акций.

Юрий ТУКТАРОВ,
партнер, Legal Capital Partners



Имеет более чем 15-летний опыт юридической работы в области финансовых сделок. Является признанным экспертом в области разработки инновационных правовых механизмов финансирования на российском рынке капитала, новых финансовых инструментов и структурирования финансовых сделок.

Является одним из основных разработчиков законопроекта «О развитии проектного финансирования», подготовленного по запросу и в сотрудничестве с Министерством экономического развития Российской Федерации в 2010–2011 годах. Принимал активное участие в реформировании залогового законодательства в рамках совместного проекта Минэкономразвития и Европейского банка реконструкции и развития.

Опыт Юрия включает руководство правовым комитетом Рабочей группы по жилищному финансированию и секьюритизации в России при Международной финансовой корпорации (IFC).

Корпоративная секьюритизация: новые возможности в России

Кнастоящему времени в России успешно осуществлены несколько десятков сделок по секьюритизации ипотечных активов путем выпуска облигаций с ипотечным покрытием. По мере того как распространяется интерес к секьюритизации и углубляется понимание ее основных принципов, все чаще возникает вопрос о возможности использования этого инструмента для целей финансирования организаций нефинансового сектора. В этой связи представляется актуальным рассмотреть технику корпоративной секьюритизации (*whole business securitization, corporate securitization*). В чем польза корпоративной секьюритизации, ее сходства с классической секьюритизацией и отличия от нее, а также какие возможности существуют для корпоративной секьюритизации в свете новейшего законодательства?

КОРПОРАТИВНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: БАЗОВЫЕ ПОНЯТИЯ

Под корпоративной секьюритизацией обычно понимают выпуск облигаций, обеспеченных поступлениями от хозяйственной деятельности компании (спонсора сделки) и ее ключевыми активами. В качестве эмитента облигаций выступает специально созданное юридическое лицо (SPV), которое использует поступления от размещения облигаций для приобретения обеспеченного права требования к спонсору. Права требования к спонсору являются единственным активом SPV, и именно за счет поступлений от спонсора SPV обслуживает свою задолженность по облигациям.

При описании места корпоративной секьюритизации в палитре инструментов финансирования обычно говорят, что она на-

ходится на полпути между обеспеченным корпоративным долгом и традиционной секьюритизацией.

Напомним: базовая идея секьюритизации состоит в юридическом обособлении определенного пула существующих финансовых активов, которые в результате своей естественной амортизации производят стабильный и предсказуемый денежный поток, направляемый на обслуживание задолженности по облигациям. Примером классической секьюритизации является секьюритизация ипотечных кредитов, потребительских кредитов, автокредитов, в рамках которой SPV приобретает пул кредитов и обслуживает его с помощью привлеченного сервисного агента. Инвесторы, приобретающие облигации, обеспеченные такими активами (*asset-backed securities*), несут риски, связанные с качеством этих активов, но, как правило, в значительной степени избавлены от рисков, связанных с качеством управления этим активом, поскольку юридическая структура таких сделок предусматривает механизм замены сервисного агента.

Между тем, при корпоративной секьюритизации обеспечением исполнения обязательств по облигациям являются будущие поступления от коммерческой деятельности хозяйственного предприятия, которые носят существенно менее предсказуемый характер и зависят от множества факторов. Таким образом, инвесторы продолжают нести риски, связанные со способностью спонсора эффективно управлять бизнесом и продолжать генерировать поступления для обслуживания долга. В этой связи оценка способности спонсора генерировать стабильный денежный поток является ключевым элементом анализа при присвоении рейтинга сделкам корпоративной секьюритизации¹.

Однако использование некоторых техник, заимствованных из механизма традиционной секьюритизации, позволяет

повысить кредитное качество облигаций. Так, по аналогии с традиционной секьюритизацией, при корпоративной секьюритизации также может использоваться фигура резервного оператора, который в случае банкротства спонсора сделки сможет обеспечить дальнейшую эксплуатацию его бизнеса вместо того, чтобы распродавать активы спонсора в пожарном режиме. Для уменьшения рисков, связанных с кредитным качеством спонсора сделки, может использоваться ряд ковенантов и ограничений деятельности спонсора. Также корпоративная секьюритизация может выиграть от транширования облигационного долга, субординации требований различных кредиторов, наличия резервов на уровне SPV для обслуживания задолженности по облигациям при (временном) отсутствии поступлений от спонсора сделки. Использование указанных механизмов повышает качество обслуживания задолженности и, соответственно, позволяет получить кредитный рейтинг инструмента, который будет на несколько ступеней выше, чем корпоративный рейтинг самого спонсора сделки.

КОМУ ЭТО МОЖЕТ БЫТЬ ВЫГОДНО

В настоящее время корпоративная секьюритизация может быть интересна тем предприятиям, которые ищут альтернативные источники финансирования своей деятельности или способы снизить стоимость своих заимствований. Не секрет, что большинство предприятий, не имеющих достаточного корпоративного рейтинга, как правило, не имеют доступа к организованным рынкам капитала, и их выбор источников финансирования ограничен банковским кредитом. Таким предприятиям качественно структурированная корпоративная секьюритизация, которая получит признание международных рейтинговых агентств, позволит привлечь долгосрочное финансирование с более выгодной процентной ставкой и при этом поможет избежать зависимости от одного кредитора.

Между тем, не любое предприятие сможет воспользоваться выгодами корпоративной секьюритизации. Как показывает практика организации подобных сделок за рубежом, идеальный претендент для кор-

¹ См., например, ABS: Corporate Performance Assessment For Global Structured Finance Transactions Backed By Future Receivables (доступно на сайте <http://www.standardandpoors.com>); Moody's Approach to Rating Future Receivables Transactions (доступно на сайте <https://www.moody.com>).

поративной секьюритизации должен обладать следующими качествами:

- бизнес претендента должен генерировать стабильный и предсказуемый денежный поток с высоким уровнем маржинальности;
- претендент должен обладать существенной долей на своем рынке;
- претендент должен иметь собственную историю на соответствующем рынке с достоверной информацией о результатах его деятельности;
- на рынке должны существовать серьезные барьеры для выхода новых участников (конкурентов);
- претендент должен действовать в устоявшейся регуляторной среде;
- есть основания полагать, что в условиях кризиса государство окажет поддержку претенденту;
- природа бизнеса допускает замену одного оператора активов на другого.

Спектр предприятий, которым удалось воспользоваться техникой корпоративной секьюритизации до настоящего времени, чрезвычайно широк и включает аэропорты (Италия, Соединенное Королевство), судостроительный бизнес (Франция), музеи (Соединенное Королевство), сеть пабов (Соединенное Королевство), предприятие лесной промышленности (Финляндия), производителя шампанского (Франция), телекоммуникационные компании (Германия, Япония), отели (Япония) и так далее.

ЮРИДИЧЕСКАЯ СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Техника корпоративной секьюритизации первоначально возникла в Великобритании благодаря наличию в этой стране специфического способа обеспечения исполнения обязательств — плавающего залога (floating charge). Как указывалось выше, основная особенность корпоративной секьюритизации состоит в возможности замены попавшего в банкротство спонсора сделки на нового оператора, который управлял бы бизнесом в интересах владельцев облигаций. С помощью floating charge такая замена оператора оказалась возможной. В соответствии с английским законодательством о банкротстве, кредитор, в пользу которого установлен floating

charge в отношении всего имущества должника, при банкротстве последнего вправе назначить административного управляющего (administrative receiver), который имеет право потребовать передачи ему владения имуществом должника и осуществлять самые широкие полномочия в отношении этого имущества в интересах обеспеченных кредиторов этого должника.

В других странах, где отсутствует такой инструмент, как floating charge, для обеспечения возможности передачи управления имуществом спонсора к внешнему оператору приходится реструктурировать бизнес спонсора так, чтобы ключевые активы, используемые в бизнесе спонсора, были закреплены за вновь созданной имущественной компанией (property company), а управление активами продолжал осуществлять спонсор сделки. Таким образом, все операционные риски, связанные с ведением бизнеса, продолжает нести спонсор сделки, а его имущество передается защищенному от банкротства юридическому лицу, которое отдает это имущество в залог в пользу эмитента облигаций. В случае открытия конкурсных процедур в отношении спонсора сделки эмитент имеет возможность обратиться на имущество, принадлежащее имущественной компании, вне каких-либо конкурсных процедур. Мы полагаем, что такая структура сделки корпоративной секьюритизации будет применима и в российских условиях.

ВОЗМОЖНОСТИ РОССИЙСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Как известно, до недавнего времени российское законодательство предусматривало возможность реализации только одного вида секьюритизации — секьюритизации ипотечных активов в соответствии с Федеральным законом от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Однако с лета 2014 года, после вступления в силу закона о секьюритизации финансовых активов¹ и обновления правил о за-

¹ ФЗ от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Большая часть положений данного закона вступает в силу с 1 июля 2014 года.

логе¹, возможности по структурированию сделок секьюритизации будут значительно расширены. Ниже представлен обзор основных изменений законодательства, которые могут быть использованы в том числе и для реализации сделок корпоративной секьюритизации.

1. Новый тип облигаций: облигации с залоговым обеспечением денежными требованиями.

В соответствии с действующим законодательством, исполнение обязательств по облигациям может быть обеспечено только поручительством, банковской, государственной или муниципальной гарантией либо залогом недвижимости или ценных бумаг². Возможность выпуска облигаций, обеспеченных залогом иных активов, не указанных выше, не была прямо предусмотрена, и на практике такие выпуски не осуществлялись.

Однако после вступления в силу закона о секьюритизации финансовых активов перечень активов, которые могут обеспечить исполнение обязательств по облигациям, будет расширен. Помимо прочего, будет прямо закреплена возможность выпуска облигаций, обеспеченных любыми денежными требованиями к третьим лицам. Так, для корпоративной секьюритизации это означает, что станет возможен выпуск облигаций, который будет обеспечен залогом прав требований по займу, должником по которому будет являться спонсор (или имущественная компания).

2. Новый тип эмитента: специализированное финансовое общество.

Специально для реализации сделок секьюритизации создается новый тип эмитента — специализированное финансовое общество (СФО). Особые правила, применимые к СФО, должны оградить его от рисков банкротства. В этой связи СФО наделяется ограниченной правоспособностью:

предметом деятельности СФО является приобретение денежных требований и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований. СФО вправе иметь только те права и принимать на себя только те обязательства, которые связаны с предметом его деятельности.

В договорах, которые заключаются между СФО и его кредиторами, может быть предусмотрено, что требования кредитора, не удовлетворенные за счет средств, полученных в результате реализации заложенных денежных требований, считаются погашенными (non- recourse clause), а также может быть предусмотрен отказ кредитора от права обращаться в арбитражный суд с заявлением о признании СФО банкротом (non-petition clause). Отметим, что возможность использования таких условий является привилегией, недоступной, по общему мнению, для иных участников гражданского оборота.

Указанные меры, по нашему мнению, обеспечивают адекватный уровень защиты СФО от рисков банкротства и соответствуют требованиям международных рейтинговых агентств к компаниям, выступающим эмитентами в сделках секьюритизации³.

СФО также наделяется специальным налоговым статусом: любые денежные поступления СФО, связанные с его уставной деятельностью (речь идет, прежде всего, о выплатах по принадлежащим ему правам требования), не подлежат обложению налогом на прибыль. Таким образом, СФО является нейтральным с налоговой точки зрения агентом, который способен пропустить через себя денежные поступления от спонсора к владельцам облигаций без каких бы то ни было налоговых издержек на своем уровне.

3. Эффективные правила о залоге.

Как указывалось выше, чтобы обеспечить возможность передачи бизнеса спонсора к новому оператору, активы спонсора,

¹ ФЗ от 21.12.2013 № 367-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации». Большая часть положений данного закона вступает в силу с 1 июля 2014 года.

² Ст.27.2 ФЗ от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

³ О требованиях к эмитентам в сделках структурного финансирования см., например, Legal: Europe Asset Isolation And Special-Purpose Entity Criteria—Structured Finance: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/eu/?articleType=HTML&assetID=1245357285117>

обособленные на балансе имущественной компании, передаются в залог в пользу SPV в качестве обеспечения исполнения обязательств по займу. Как правило, речь идет о залоге следующих видов активов:

- недвижимое имущество;
- движимое имущество (инвентарь, оборудование, запасы сырья, автомобили и пр.);
- залог прав требований спонсора сделки к своим клиентам, в том числе будущих прав требований, вытекающих из долгосрочных контрактов;
- залог акций (прав участия) в имущественной компании.

Если залог недвижимости в настоящее время представляет собой достаточно прочное обеспечение прав кредитора, этого нельзя сказать про залог иных видов активов.

Так, непосessorный залог движимых вещей предоставляет слабые гарантии кредитору, поскольку в России отсутствует механизм публикации сведений о залоге движимого имущества. В результате залогодатель (имущественная компания) в предбанкротном состоянии имеет возможность распродать заложенное движимое оборудование. Если приобретателем окажется добросовестное лицо, залогодержатель не сможет обратиться на него взыскание для погашения обеспеченного обязательства¹.

Однако эта проблема будет решена с 1 июля 2014 года с введением системы регистрации уведомлений о залоге движимого имущества. В случае если залогодержатель (SPV) регистрирует уведомление о залоге движимой вещи у нотариуса, никакое третье лицо, приобретшее эту вещь, не сможет более ссылаться на свою добросовестность, поскольку оно имело возможность получить информацию о том, что приобретаемая им вещь заложена². Таким образом, даже в случае отчуждения предмета за-

лога третьим лицам залогодержатель (SPV) сохранит за собой право обратиться взыскание на него, что в значительной степени затруднит или сделает бессмысленной продажу залогодателем предметов залога.

Важнейшей частью обеспечения, которое предоставляется в пользу SPV, является залог прав требований спонсора сделки к своим клиентам, которые возникают в ходе его коммерческой деятельности (требования об оплате товаров, услуг, работ). При этом речь идет о необходимости залога и прав, возникающих в рамках существующих соглашений между спонсором и его клиентами, и прав, которые возникнут на основе соглашений, которые будут заключены в будущем.

Действующее до 1 июля 2014 года законодательство очень фрагментарно регулирует вопросы залога прав требований. Отсутствует ясность уже при разрешении самого важного вопроса о том, возможен ли залог права требования, которое возникнет из будущего договора. Прямо не был урегулирован и вопрос о том, в каком порядке залогодатель должен обращать взыскание на заложенные права требования.

Эти и многие другие вопросы нашли свое разрешение в тексте обновленного параграфа 3 главы 23 Гражданского кодекса Российской Федерации. В частности, не только подтверждена возможность залога будущих прав требований, возникших из будущих обязательств, но и закреплена возможность передачи в залог целой совокупности прав требований (в том числе будущих), которые стороны могут определить родовыми признаками³. Также внесена ясность в вопрос о том, каким образом залогодержатель может перевести на себя поступления по заложенным правам требования в случае дефолта залогодателя. Новые правила о залоге прав предусматривают, что залогодержатель вправе самостоятельно уведомить должника по заложенному праву требования, после чего должник

¹ П. 25 Постановления Пленума ВАС РФ от 17.02.2011 № 10 «О некоторых вопросах применения законодательства о залоге».

² См. п. 29 ст. 2 ФЗ от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

³ П. 4 ст. 358.1, п. 2 ст. 358.3 новой редакции параграфа 3 гл. 23 Гражданского кодекса Российской Федерации.

обязуется исполнять свое обязательство исключительно залогодержателю или указанному им лицу¹.

Также нашли свое решение и вопросы, связанные с залогом акций и долей в юридических лицах. В частности, долгое время обсуждался вопрос о том, вправе ли стороны при заключении договора залога акций или доли в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью предусмотреть, что право голоса, принадлежащее залогодателю как участнику общества, будет осуществляться залогодержателем².

¹ П. 1 ст. 358.6 новой редакции параграфа 3 гл. 23 Гражданского кодекса Российской Федерации.

² См. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 15.11.2002 № А56-10621/02, Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 08.04.2004 № А74-2127/03-К1-Ф02-762/04-С2, Определение ВАС РФ от 20.03.2009 № ВАС-3038/09 по делу № А21-7628/2007.

Этот вопрос имеет существенное значение для ограничения возможности акционеров имущественной компании принимать неблагоприятные для своего кредитора (SPV) решения. Из новой статьи 358.17 Гражданского кодекса теперь прямо следует возможность передачи залогодержателю всех прав, принадлежащих акционеру или участнику общества с ограниченной ответственностью, в том числе права на управление обществом (права голоса на собрании акционеров/участников общества).

Указанные изменения законодательства открывают широкие возможности для организации сделок структурного финансирования в рамках российской юрисдикции. Надеемся, что уже в самом ближайшем будущем мы сможем увидеть положительные примеры практического применения новых инструментов в российских сделках корпоративной секьюритизации.