



Анна ГОРЕЛОВА,
старший юрист,
LECAP



Карина УТЕШЕВА,
младший юрист,
LECAP

Рераск: предыстория и новая реальность секьюритизации

В условиях современной действительности инструменты, которые ранее широко использовались в привычном нам виде, можно увидеть с иного ракурса. Занятно отметить, что тестирование тех или иных видов сделок (и, как следствие, передаваемых активов), которые на текущий момент находятся на пике популярности, началось не одновременно и не в этом году, а происходило постепенно в течение последних нескольких лет. В настоящем материале мы хотим проследить, какой путь прошли сделки рераск, прежде чем достигли популярности.

Российское законодательство не поддерживает термина «секьюритизация», в связи с чем в практике сложилась довольно вольная трактовка того, что все-таки понимается под «секьюритизацией». В самом общем виде под секьюритизацией понимаются сделки, подразумевающие привлечение финансирования пу-

тем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки, а эмитентами таких ценных бумаг выступают специализированные финансовые общества (созданные в соответствии с ФЗ «О рынке ценных бумаг») и компании специального назначения (простые ООО, но с ограниченной по уставу компетенцией).

До появления в 2018 году в Законе о рынке ценных бумаг положений о структурных облигациях секьюритизацией именовались только самые классические ее проявления — уступка пула прав требований на специализированное финансовое общество и выпуск под его залог облигаций. Конструкция структурных облигаций позволила использовать более широкий пул инструментов и реализовывать практически безграничную палитру сделок, при этом часть из них все так же продолжает оставаться секьюритизацией в широком смысле этого слова.

Сделки гераск реализуются при помощи специализированного финансового общества и выпуска структурных облигаций, позволяя решить две разные по смыслу задачи: (1) переуступить имеющийся у оригинатора долг в пользу специализированного финансового общества и выпустить облигации под залог этого долга; либо (2) предоставить новые «деньги» за счет покупки оригинатором облигаций и выдачи займа от лица специализированного финансового общества заемщику. Таким образом, по своей природе данные сделки продолжают оставаться секьюритизацией, так как активы, находящиеся в залоге по облигациям, генерируют регулярный денежный поток.

Потребность в «переупаковке» возникла еще до появления структурных облигаций. Так, в 2017 году через ООО «СФО Локосервис финанс» была реализована сделка, где активом выступали права требования в рамках одного договора — договора оказания услуг по сервисному обслуживанию локомотивов, заключенного ООО «ТМХ-Сервис» (оригинатор). Отмеченная сделка была первым примером отхода от классических секьюритизаций пулов активов, таких как ипотечные кредиты, автокредиты, потребительские кредиты, NPL и пр. Опыт ООО «СФО Локосервис финанс» был крайне полезен в момент, когда структурные облигации появились в российском законодательстве.

Главная особенность структурных облигаций — возможность не выплачивать полную номинальную стоимость при погашении в случае наступления заранее очерченного перечня событий, что открыло новые возможности для «переупаковки». Структурные облигации позволили полностью синхронизировать платежи по облигациям с поступающими на залоговый счет специализированного финансового общества платежами по переданному в залог по облигациям активу, включая негативные сценарии, например, дефолт по активу, который автоматически приводит к «списанию» номинальной стоимости и погашению структурных облигаций. Такая полноценная синхронизация была невозмож-

на до появления структурных облигаций и работала только через механизм обращения взыскания на предмет залога и, как следствие, банкротство специализированного финансового общества, что, безусловно, удлиняло сроки получения держателями облигаций денежных средств и не полностью отвечало целям «переупаковки».

За период с 2018 по 2022 год был реализован целый ряд публичных и закрытых сделок, по своей сути являющихся «переупаковками». В качестве одного из публичных примеров такого типа сделок можно привести сделку ООО «СФО РУСОЛ 1», где компания привлекла заем для рефинансирования кредита, взятого на строительство двух солнечных электростанций, либо сделку по ESG-секьюритизации ООО «СФО «Социального развития», где были уступлены денежные требования по одному кредиту и одному займу, которые выступили в качестве залогового обеспечения. Рефинансирование являлось основной задачей среди всех сделок подобного типа за указанный период, были даже достигнуты успехи в секьюритизации прав из синдицированного кредита (с выделением доли в таком кредите для специализированного финансового общества). К сожалению, большая часть сделок носила закрытый характер, в связи с чем сложно оценить количество реализованных историй такого типа за период до 2022 года, но, так или иначе, работа проектных команд над ними, модернизация различных механизмов от сделки к сделке и детальная проработка ворддинга позволили в 2022 году проектным командам на базе существующих наработок быстро оптимизироваться и подстроиться под новые реалии, требования и актуальные запросы.

В настоящей статье мы не ставим своей задачей осветить весь перечень причин, связанных с тем, почему сделки гераск стали пользоваться повышенным спросом и популярностью начиная с 2022 года, а в большей степени хотелось бы подсветить актуальные вопросы, с которыми и мы, и полагаем, наши коллеги сталкиваемся при их реализации. Ниже приведем лишь некоторые из них.

Контроль держателя облигаций за активом

В «переупаковке» вне зависимости от того, уступает ли действующий кредит или выдаются новые «деньги», краеугольным камнем встает вопрос контроля владельцев облигаций за переданным в залог по облигациям активом. Как правило, в подобных сделках для принятия решения об:

- уступке, передаче, отчуждении иным образом любых прав специализированного финансового общества по активу;
- увеличении/уменьшении периода доступности, а именно увеличении срока возврата основного долга по активу, являющемуся займом/кредитом;
- изменении состава обязанных лиц по активу, являющемуся займом/кредитом;
- внесении изменений в условия по активу, являющемуся займом/кредитом, включая изменения суммы процентов, комиссий или иных платежей по такому активу, специализированное финансовое общество, являющееся эмитентом, обязуется предварительно созвать общее собрание владельцев облигаций (ОСВО), так как перечисленные вопросы напрямую влияют на необходимость внесения аналогичных изменений в условия эмиссионной документации.

Для целей экономии средств на проведение ОСВО по вопросам, не требующим внесения изменений в эмиссионную документацию, решением о выпуске может быть либо предусмотрено решение таких вопросов специализированным финансовым обществом самостоятельно, но по заранее сформулированной инструкции, либо предусмотрено согласованное указание для представителя владельцев облигаций, которому владельцы облигаций в заранее оговоренном порядке выдают инструкцию о дальнейших действиях в отношении актива от их имени.

Вопросы, относящиеся к прямой компетенции ОСВО, от проекта к проекту разнятся и напрямую зависят от структуры сделки и потребности в большем или меньшем контроле со стороны держателей облигаций над активом. Если перекладывать на владельцев облигаций ответственность за принятие решений по активу, созда-

ется полная трансляция прав кредитора по переданному предмету залога, что соответствует целям «переупаковки». Главным вопросом, как правило, является объем такой трансляции. Мы, со своей стороны, выражаем надежду на то, что удастся найти некое универсальное решение в будущем.

Упрощенное обращение взыскания на предмет залога

Как правило, в сделках гераск для владельца облигаций важно быстро получить актив, в случае если что-то пойдет не по плану. Для этого можно предусмотреть физическую поставку прав требования по активу в случае наступления кредитного события, но данная конструкция может оказаться слабой при условии, если эмитент по той или иной причине такую уступку не произведет. И тут возникает потребность прямого обращения взыскания в самые сжатые сроки. Самым логичным было бы использовать внесудебный порядок обращения по исполнительной надписи нотариуса, но на практике такой вариант маловероятен. Сложности обусловлены отказом нотариусов в удостоверении текста решения о выпуске. Отказ нотариусы мотивируют следующим: в соответствии со статьей 94.2. Основ законодательства РФ о нотариате к совершению исполнительной надписи принимаются нотариально удостоверенный договор залога или нотариально удостоверенный договор, влекущий за собой возникновение залога, которые содержат условие о возможности обращения взыскания на заложенное имущество во внесудебном порядке. Согласно статье 420 ГК, договором признается соглашение двух или нескольких лиц об установлении, изменении или прекращении гражданских прав и обязанностей, а решение о выпуске ценных бумаг является односторонней сделкой, а не договором залога, при удостоверении которого нотариусом присутствуют одновременно все стороны договора. В связи с этим совершить исполнительную надпись на решении о выпуске ценных бумаг, являющемся односторонней сделкой, не представляется возможным, даже при свидетельствовании подлинности подписи на нем нотариусом.

Таким образом, полагаем, что было бы крайне полезно в законодательстве расширить перечень сделок, по которым можно обратиться взыскание на заложенное имущество через исполнительную надпись и включить в него, в частности, возможность удостоверять залог на основании решения о выпуске ценных бумаг.

Валюта платежа

В последнее время наметилась высокая потребность в привлечение средств в иностранной валюте, но если ценные бумаги могут быть номинированы в ней (при определенном наборе условий), то займы в валюте между резидентами запрещены, что существенно усложняет структурирование сделок гераск в валюте. К сожалению, вопрос лежит в плоскости валютного регулирования, в связи с чем надеяться на послабления в этой части не стоит.

Синхронизация условий договора займа с платежами с условиями по облигациям

Кредитные соглашения и договоры займа помимо стандартных выплат процентов и погашения тела долга зачастую предусматривают также начисление различных комиссий, потенциальных штрафов и иных платежей, которые напрямую не транслируются в облигационную структуру. В качестве решения проблемы синхронизации в этом случае мы предлагаем использовать инструмент дополнительного дохода, в котором могут прописываться любые выплаты, которые производятся сверх стандартных процентных платежей, транслируемых в купонный доход.

Нестандартные активы на примере инвестиционных паев

В целях расширения возможностей компаний по привлечению финансирования путем эмиссии облигаций, обеспеченных залогом, в законодательство

была введена возможность включать в обеспечение облигаций инвестиционные паи. Инвестиционный пай в ряде случаев используется как актив для сделок гераск. Для целей закона инвестиционные паи выступают в качестве ценной бумаги и учет прав на них осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев и, если это предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владельцев инвестиционных паев открываются лицевые счета номинальных держателей. Для фиксации права залога на инвестиционные паи в реестре владельцев инвестиционных паев открывается отдельный лицевой счет залогодержателя. Фиксация прав происходит на основании залогового распоряжения, в котором предусматриваются условия залога. Использование в качестве предмета залога по облигациям инвестиционных паев существенно увеличивает вариацию потенциальных гераск сделок, но в связи с новизной конструкции на практике можно часто столкнуться с тем, что депозитарии не имеют технической возможности заложить инвестиционные паи согласно положениям решения о выпуске. Полагаем, что решение данного вопроса лежит в плоскости популяризации подобных сделок и налаживании депозитарной технической инфраструктуры.

Мы видим высокий потенциал в реализации подобных сделок, с каждым новым проектом приходим к пониманию того, как лучше и эффективнее структурировать те или иные запросы текущего рынка. Считаем, что публичный обмен опытом по отдельным вопросам структурирования закрытых сделок гераск мог бы помочь многим участникам рынка, которые ранее не испытывали потребности в подобных сделках.