



# SPV В РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Май 2020



### Дорогие коллеги!

Последние события в российской экономике не свидетельствуют о скором начале восстановления. Более того, в ближайшее время мы, вероятно, только начнем осознавать, что происходит и насколько глубоко будет падение ведущих мировых рынков. Расписывать правовые последствия пандемии в моменте бессмысленно, поэтому в наших обзорах мы сосредоточились на том, что может быть полезно в период кризисов: на работе с задолженностью и на возможностях использования наиболее ликвидных активов для привлечения денежных средств инвесторов в компании и бизнесы.

Один из наших последних алертов был посвящен возможным опциям, плюсам и минусам конвертации долга в капитал (ООО/АО). В новом обзоре мы рассматриваем варианты использования секьюритизационных инструментов для создания ликвидных активов, защищённых от рисков originатора (лица, которому эти активы принадлежат или принадлежали).

Мы кратко разбираем три базовые опции использования специальных компаний (SPV) для секьюритизации активов: (1) специализированное финансовое общество (СФО) по Закону о рынке ценных бумаг; (2) обычное общество с ограниченной ответственностью (ООО), максимально приближенное к СФО; и (3) сочетание обеих опций (СФО + ООО).

Режим СФО не отличается гибкостью и, как правило, консервативно толкуется регулятором. Например, считается, что СФО в рамках своей деятельности не может приобретать ценные бумаги (акции, облигации, паи и т.д.) и передавать их в залог. В силу этого в рамках конкретной сделки можно рассмотреть использование второй и третьей структур.

Мы всегда рады ответить на Ваши вопросы и помочь вам в структурировании сделок наиболее целесообразным образом.

*С уважением,*

*Илья Барейша, Олег Бычков, Станислав Васильев*

*Партнеры АБ ЕМПП*



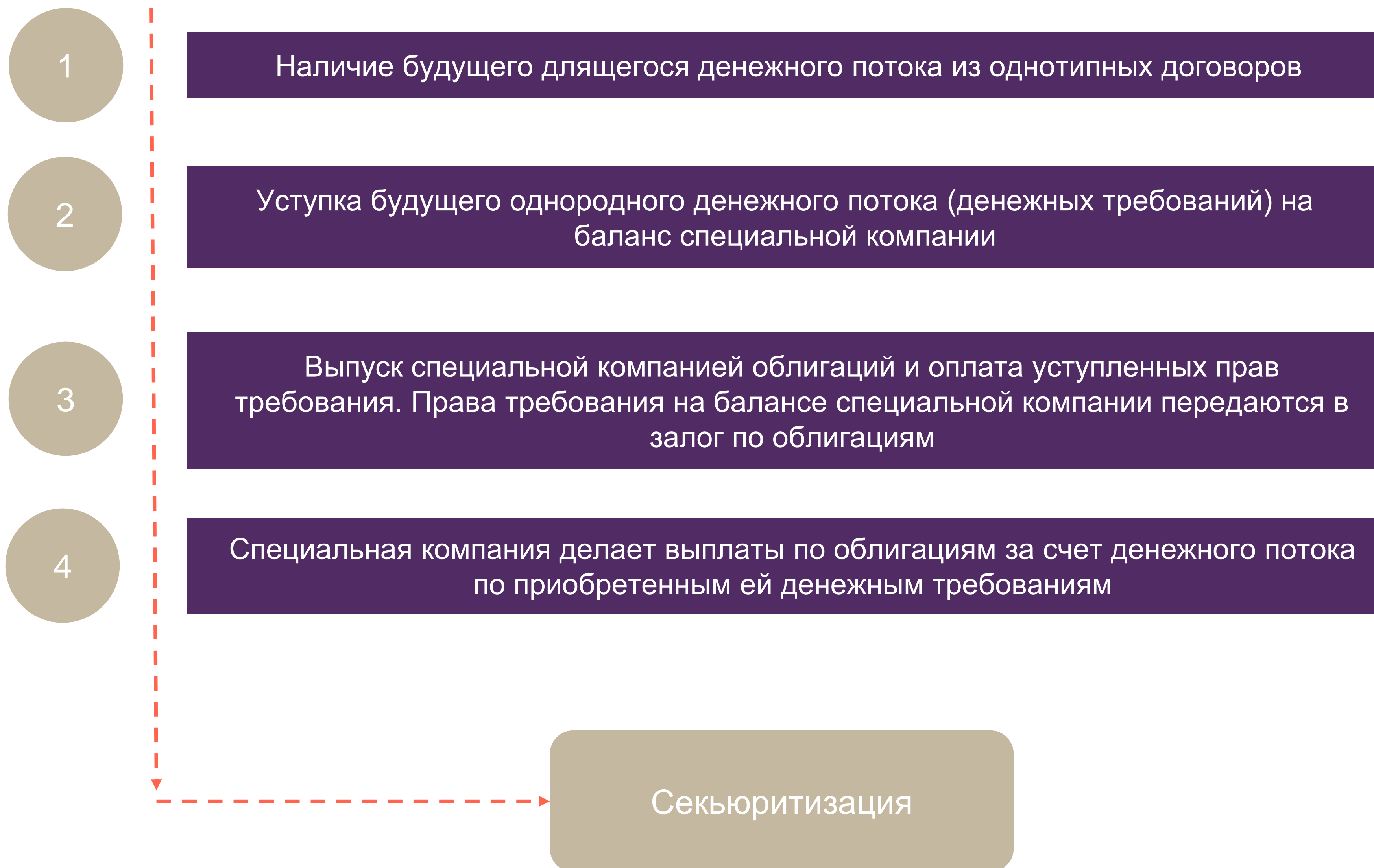
## Чем привлекательны облигации, обеспеченные правами требования?

- 1 Достаточно быстрый и наименее затратный способ финансирования
- 2 Представляют интерес для большого круга инвесторов
- 3 Ликвидность инструмента
- 4 Широкий спектр инструментов защиты прав владельцев облигаций





## Процесс внебалансовой секьюритизации (базово)

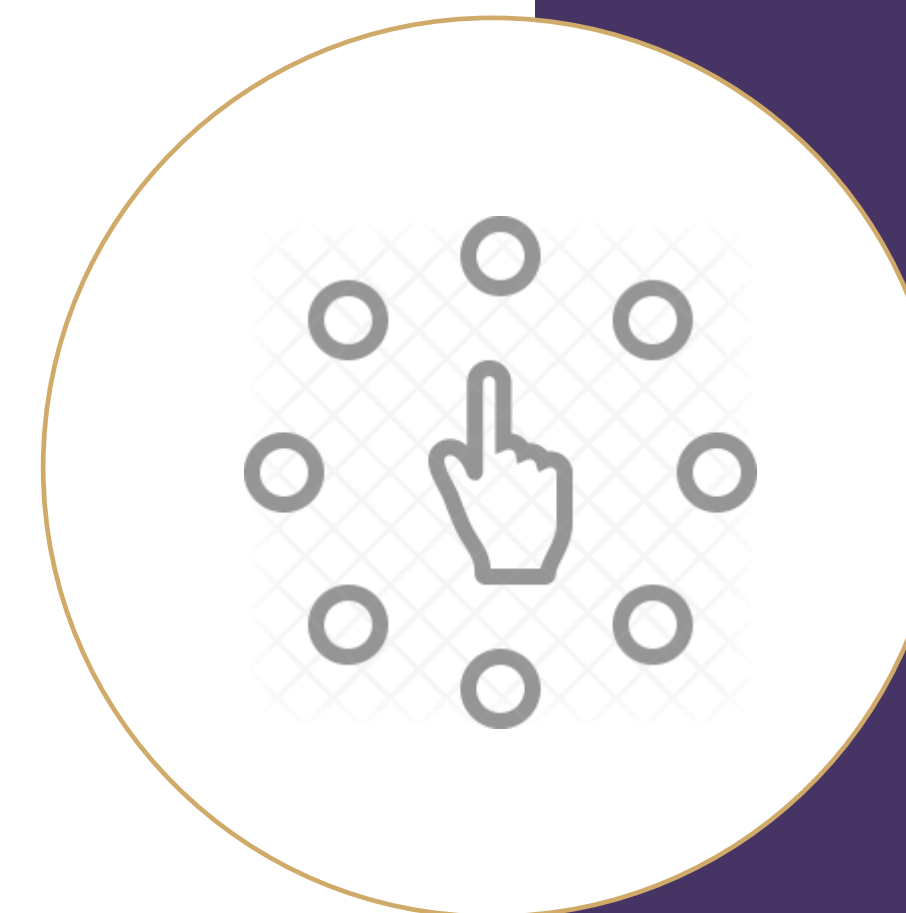




## Что можно секьюритизировать?

Любые существующие или будущие денежные требования  
*прогнозируемые однородные денежные потоки*

- 1 Автокредиты и потребительские кредиты
- 2 Кредиты малому и среднему бизнесу
- 3 Платежи по кредитным линиям
- 4 Арендные и лизинговые платежи
- 5 Ипотечные кредиты
- 6 Задолженность по услугам ЖКХ
- 7 Платежи при рассрочке по договорам купли-продажи товаров или услуг
- 8 Иные прогнозируемые денежные потоки





## СФО или обычное ООО?

При выборе следует принять во внимание следующие основные факторы

- 1 Листинг
- 2 Рейтинг
- 3 Принятие риска originатором
- 4 Независимость специального общества от originатора
- 5 Желаемая структура органов управления
- 6 Раскрытие информации
- 7 Круг инвесторов
- 8 Состав активов







# Секьюритизация с использованием СФО / обычного ООО





## Специализированное финансовое общество (СФО)

1

### Особый налоговый статус

При определении налоговой базы не учитываются доходы в виде имущества, включая денежные средства и (или) имущественные права, которые получены СФО в связи с его уставной деятельностью

2

### Упрощенная структура управления в силу закона

СФО является аналогом иностранной компании SPV в еврооблигациях: нет совета директоров, правления, ревизионной комиссии, функции единоличного исполнительного органа должны быть переданы УК

3

### Защита от банкротства

- Обращение с заявлением о банкротстве по решению общего собрания владельцев облигаций
- В договорах СФО можно ограничить право кредиторов (помимо владельцев облигаций в лице ПВО) обращаться с заявлением о банкротстве СФО до полного погашения облигаций
- Правоспособность СФО ограничена законом, отсутствует штат сотрудников

4

### Независимость от originатора

Это не требуется по закону, но как правило участником СФО является некоммерческая организация. СФО - orphan SPV («сиротское» общество)







## Общество с ограниченной ответственностью (без статуса СФО)

1

### Оригинатор не принимает риски

Указание Банка России о принятии риска по сделке оригинатором не применяются, если эмитентом является ООО без статуса СФО. Оригинатору не обязательно выступать поручителем, гарантом, приобретать облигации, оказывать финансовую помощь или предоставлять денежные средства по договору займа или кредитному договору, как это требуется при использовании СФО.

2

### Упрощенная структура управления по уставу

Структуру органов управления обычного ООО можно максимально приблизить к упрощенной структуре органов управления СФО по уставу. Однако есть риск внесение изменений в устав после эмиссии облигаций.

3

### Более высокий риск банкротства

- Виды деятельности и виды активов на балансе не ограничиваются по закону, но могут быть ограничены по уставу; можно, также, закрепить запрет на наем сотрудников. Есть риск внесения изменений в устав после эмиссии облигаций и недействительности определенных ограничений
- Заявление о банкротстве может подать любой кредитор в любое время в общем порядке

4

Обычный налоговый режим



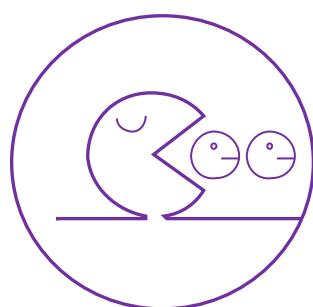


## Зачем нужна смешанная структура?

Указанные выше различия (особенно, налоговые и банкротные) ставят под сомнение целесообразность использования схемы секьюритизации без СФО



В связи с этим можно рассмотреть **дуальную** структуру: СФО + ООО, не являющееся СФО.  
Такое ООО может выступить в качестве:



Держателя активов, которыми СФО владеть не вправе



Поручителя/залогодателя в пользу СФО или владельцев облигаций СФО





# Секьюритизация с использованием смешанной структуры: СФО + ООО





## Минимизация рисков инвесторов в рамках схемы СФО + ООО

1

### Устав

Правоспособность ООО без статуса СФО ограничена по уставу. Неизменность устава контролируется ПВО и обеспечивается независимостью и высокой репутацией управляющей компании ООО – это минимизирует риски банкротства, а также недобросовестного использования или вывода активов

2

### Основания для досрочного погашения

Согласно эмиссионной документации расширение правоспособности ООО – поручителя/залогодателя по облигациям или нарушение ограничений в его уставе является основанием для досрочного погашения облигаций

3

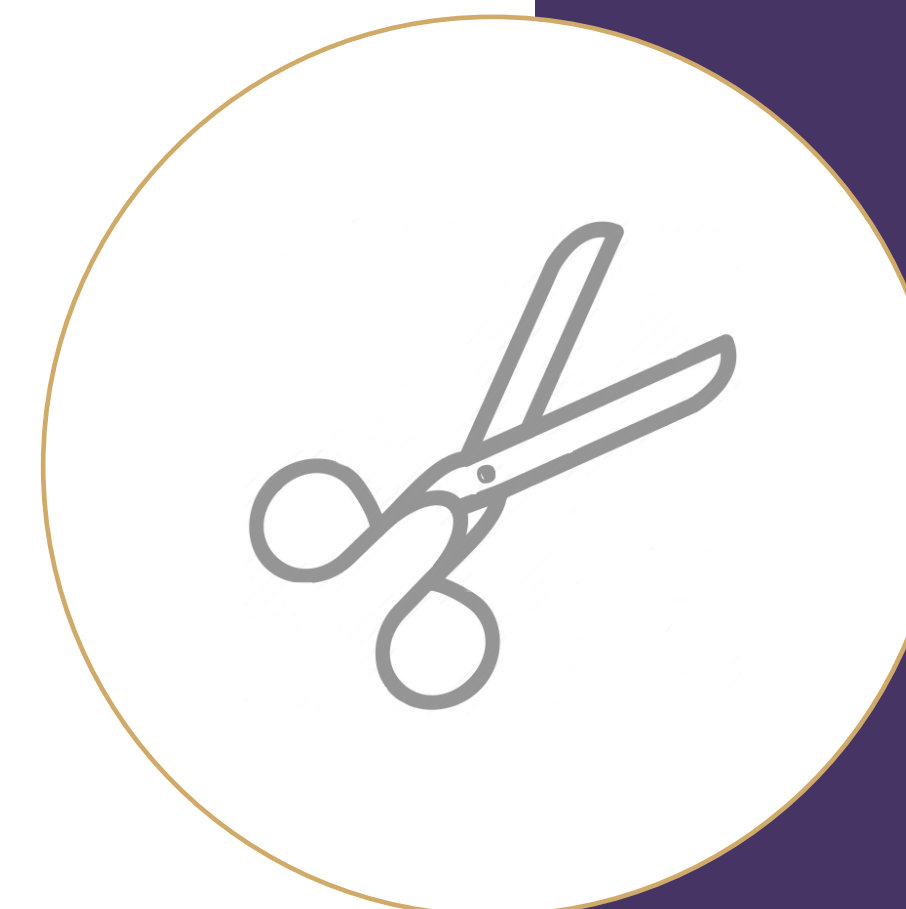
### Залог активов

Целесообразно передать активы на балансе ООО в залог либо в пользу СФО, либо в пользу владельцев облигаций – это не допустит или существенно затруднит их вывод.

4

### Опцион/Оферта

ООО – поручитель/залогодатель может предоставить инвесторам оферту о приобретении определенного количества принадлежащих им облигаций в случае расширения его правоспособности или нарушения его устава.





## При банкротстве

### СФО

### ООО без статуса СФО

1

Для признания банкротом требуется решение общего собрания владельцев облигаций

Банкротство по требованию любого кредитора

2

Третья очередь удовлетворения требований (но с учетом наличия залога)

3

Гарантия получения 70% средств, вырученных от реализации предмета залога

4

Налоговые льготы

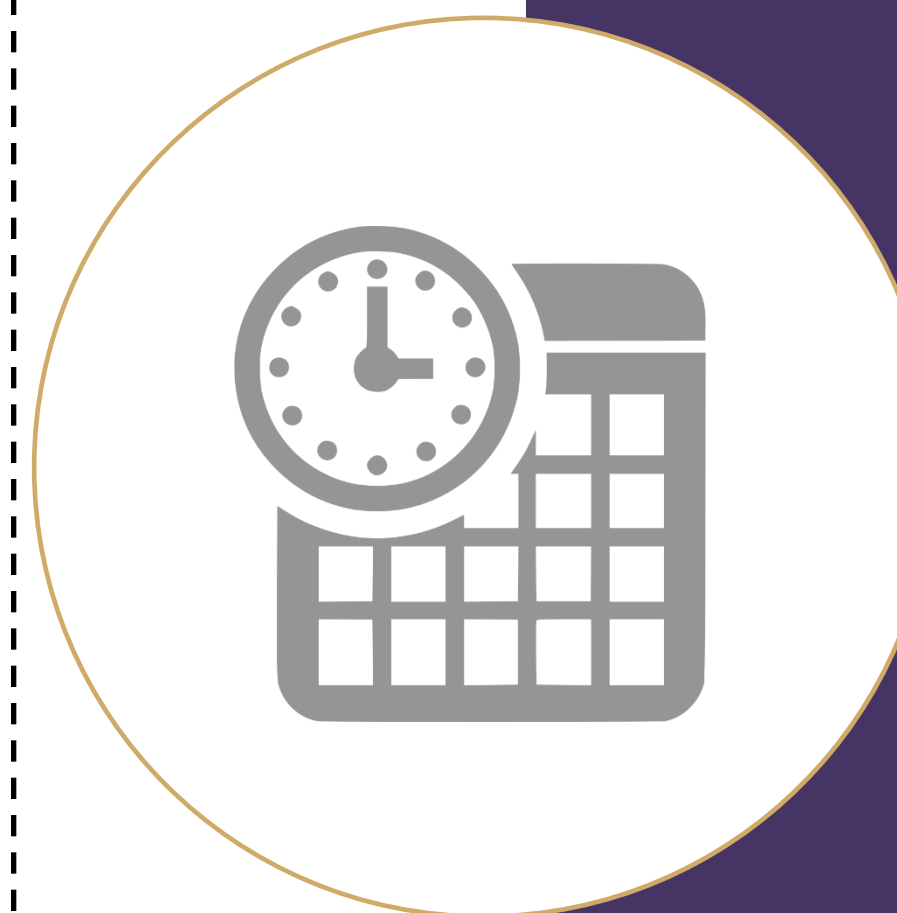
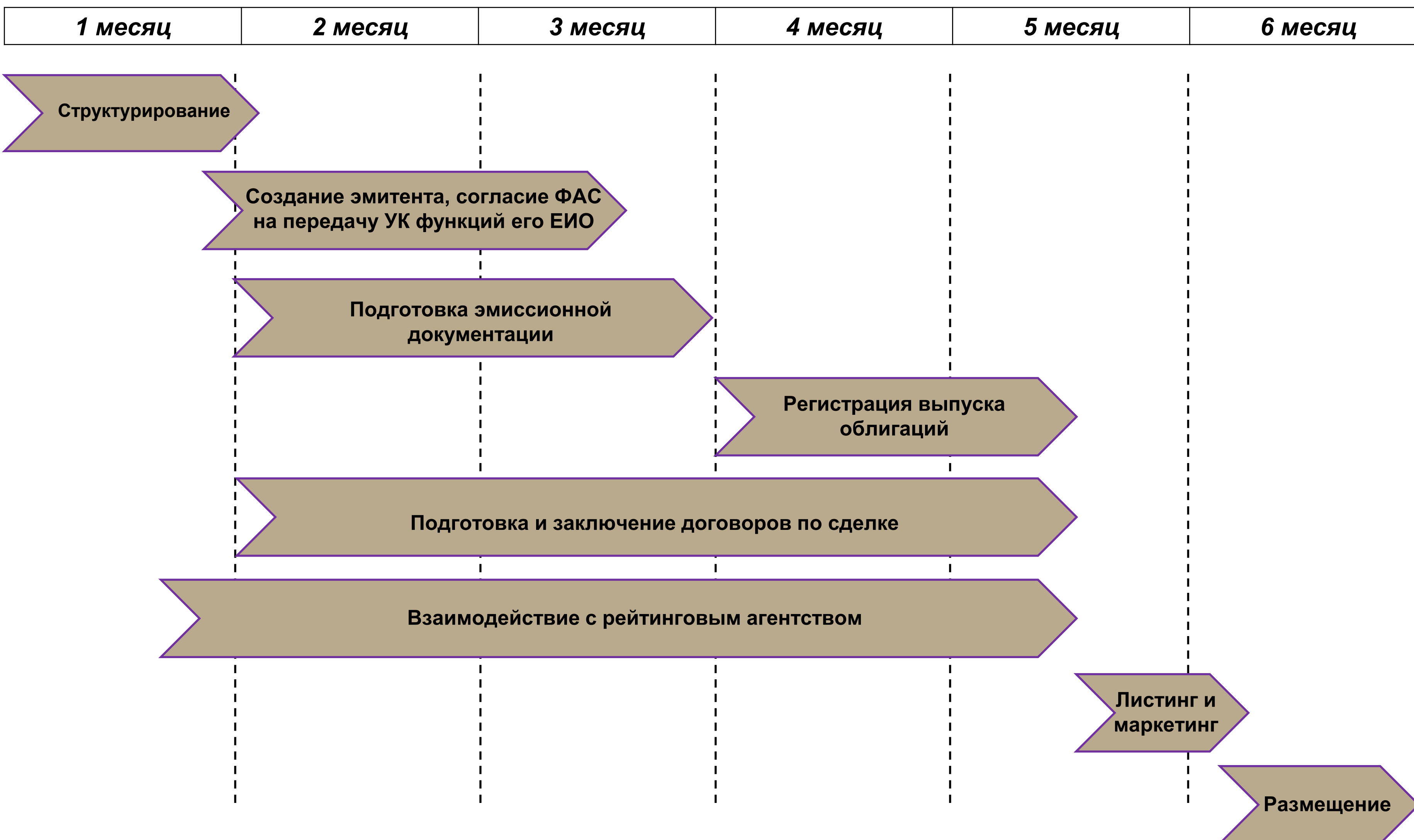
Отсутствует особый налоговый статус







## Примерный план-график секьюритизации





### **Вместо выводов**

Секьюритизации активов может быть эффективным инструментом привлечения инвестиций для бизнеса, основанного на рассрочке платежей: например, арендного / лизингового, поставочного (где поставка осуществляется против серии платежей) и других видов бизнеса.

Где владельцы бизнеса хотят привлечь финансирование под активы и при этом снять с себя кредитный риск, а инвесторы готовы проинвестировать в будущую доходность с разумным риском – там есть почва для применения инструментов секьюритизации. При этом доступны юридические формы, успешно апробированные не только на развитых зарубежных рынках, но и в России.

Известные недостатки базовой структуры российской секьюритизации – с использованием СФО (которые являются органичным продолжением ее достоинств) можно компенсировать за счет использования дополнительных секьюритизационных механизмов. Примером такого механизма может служить включение в структуру сделки отдельного SPV – российского ООО с ограниченной правоспособностью. Такое SPV выступит в качестве держателя активов и, прямо или через СФО, предоставит дополнительное обеспечение владельцам облигаций. Это позволит, с одной стороны, разместить инструменты с достаточной доходностью и ликвидностью, а с другой - максимизировать защиту владельцев облигаций.

Таким образом, российское право и практика позволяют подобрать оптимальную структуру сделки секьюритизации при самых разных задачах и исходных условиях.



**Илья Барейша**

Партнер, адвокат

Рынки капитала, слияния и  
поглощения, венчурные  
инвестиции

[bareysha@empp.ru](mailto:bareysha@empp.ru)



**Олег Бычков**

Партнер, адвокат

Рынки капитала, слияния и  
поглощения, венчурные  
инвестиции

[bychkov@empp.ru](mailto:bychkov@empp.ru)



**Станислав Васильев**

Партнер

Рынки капитала, банковское  
право

[vasilyev@empp.ru](mailto:vasilyev@empp.ru)



**Адрес:**

125040, Москва, Скаковая 17с2  
Бизнес-центр «РГР»  
м. Белорусская (радиальная)



**Телефоны:**

+7 (495) 945-51-90  
+7 (495) 945-51-87

**Факс:**

+7 (495) 945-17-93



**Сайт:**

[empp.ru](http://empp.ru)

# НАШИ КОНТАКТЫ