

# СЕКЮРИТИЗАЦИЯ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

WWW.VEGASLEX.RU

ФЕВРАЛЬ 2014



В канун Нового года Президентом Российской Федерации был подписан Федеральный закон от 21.12.2013 №379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон о внесении изменений), предметом которого является комплекс разносторонних поправок в действующее законодательство, в том числе:

- Поправки в Основы законодательства о нотариате в части организации нотариальной деятельности и внедрения Единой информационной системы нотариата;
- Введение норм о регистрации залога движимого имущества нотариусом;
- Дополнение ГК РФ статьями, регулирующими правовой режим номинальных счетов и счетов эскроу;
- Регулирование правового положения специализированных обществ (специализированных финансовых обществ и специализированных обществ проектного финансирования);
- Изменение регулирования правового режима облигаций с залоговым обеспечением;
- Специальное регулирование обеспечения облигаций денежными требованиями.

Вместе с тем, основная цель принятия Закона о внесении изменений – расширение возможности применения механизмов проектного финансирования.

В настоящем обзоре приводится анализ изменений законодательства, наиболее важных для сферы государственно-частного партнерства, в частности касающихся применения новых способов секьюритизации, специализированных обществ проектного финансирования и счетов эскроу в проектах государственно-частного партнерства.

## Специализированное общество проектного финансирования

Законопроект вводит в законодательство о рынке ценных бумаг понятие «специализированное общество», являющееся аналогом зарубежного понятия «Special purpose vehicle» (SPV) – компании со специальной правоспособностью, созданной с целью привлечения финансирования за счет эмиссии облигаций, обеспеченных активами от приобретенных долговых обязательств (секьюритизация).

В соответствии с поправками специализированное общество проектного финансирования (далее - Общество) представляет собой общество, создаваемое в соответствии с действующим законодательством о хозяйственных обществах, обладающее специальной правоспособностью и максимально защищенное от процедуры банкротства и добровольной ликвидации, целью и предметом деятельности которого является финансирование долгосрочного инвестиционного проекта (более 3-х лет) путем:

- Приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией или при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ;

- Приобретения иного имущества, необходимого для реализации проекта или связанного с его реализацией;
- Эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.

С целью обеспечения интересов владельцев облигаций Общество защищено от банкротства путем ограничения круга лиц, обладающих правом инициировать процедуру банкротства, до общего собрания владельцев облигаций (соответствующие поправки вносятся в законодательство о банкротстве).

Уставом специализированного общества проектного финансирования могут быть также предусмотрены дополнительные ограничения правоспособности общества, например, уставом может быть предусмотрен перечень сделок, совершение которых допускается только с согласия общего собрания владельцев облигаций, а также случаи и условия, не предусмотренные действующим законодательством, при которых выплата дивидендов не допускается.

Кроме того, Закон о внесении изменений вводит следующие ограничения в отношении Общества:

- Оплата акций/долей должна производиться только денежными средствами;
- Учредителем Общества не может выступать юридическое лицо, зарегистрированное на территории государства, включенного в «черный список» Министерства финансов РФ;
- Общество не вправе производить уменьшение уставного капитала;
- Добровольная ликвидация Общества возможна лишь с согласия общего собрания владельцев облигаций и т.д.

Поправки касаются также порядка управления Обществом, вводя понятие «общее собрание владельцев облигаций», в компетенцию которого входит принятие решения о добровольной ликвидации, банкротстве, замене специализированного общества-эмитента облигаций, решения по одобрению сделок (в случаях, предусмотренных уставом), а также разрешая не изби-

рать в специализированном обществе проектного финансирования совет директоров и (или) ревизионную комиссию.

Ниже приведено сравнение хозяйственного общества и Специализированного общества проектного финансирования в соответствии с законодательством РФ.

Таблица 1. Хозяйственное общество vs. Специализированное общество проектного финансирования

Основание сравнения	Хозяйственное общество	Специализированное общество проектного финансирования
Основы правового регулирования	ГК РФ ФЗ «Об АО» ФЗ «Об ООО»	ГК РФ ФЗ «Об АО» ФЗ «Об ООО» ФЗ «О рынке ценных бумаг»
Наименование общества	Должно содержать указание на организационно-правовую форму	Должно содержать слова «специализированное общество проектного финансирования»
Целевой характер деятельности	Любые виды деятельности, не запрещенные законодательством, если иное не предусмотрено уставом	Финансирование долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с его реализацией, эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества
Создание	Путем учреждения и реорганизации	Только путем учреждения
Оплата уставного капитала	Денежными средствами и иным имуществом, имеющим денежную оценку	Только денежными средствами
Требование об уменьшении уставного капитала при уменьшении чистых активов	Обязательно	Не распространяется
Одобрение крупных сделок и сделок	Обязательно	Не распространяется
Органы управления	Исполнительный орган Наблюдательный совет (опционально) Общее собрание участников (акционеров)	Исполнительный орган Наблюдательный совет (опционально) Общее собрание участников (акционеров) Общее собрание владельцев облигаций
Исполнительный орган	Единоличный, коллегиальный Полномочия могут быть переданы управляющей компании	В отношении управляющей компании установлены специальные требования, в т.ч. в целях исключения аффилированности

Из приведенной таблицы следует, что специализированное общество проектного финансирования представляет собой хозяйственное общество со специальным правовым положением, позволяющее обеспечивать дополнительные гарантии как инвесторам, так и бенефициарам в процессе осуществления финансирования инвестиционных проектов.

Эмиссия облигаций с залоговым обеспечением является одним из основных способов привлечения финансирования специализированным обществом проектного финансирования, и Закон о внесении изменений также определяет правовой режим таких облигаций.

## Облигации специализированного общества

Поправки значительно расширяют возможности применения такого инструмента финансирования, как облигации с залоговым обеспечением, расширяя перечень предмета залога, а также позволяя обеспечивать таким имуществом исполнение обязательств по облигациям разных выпусков.

С 1 июля 2014 года в соответствии с новой редакцией статьи 27.3 ФЗ «О рынке ценных бумаг» предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть бездокументарные ценные бумаги, обездвиженные документарные ценные бумаги, недвижимое имущество и денежные требования по обязательствам, в том числе денежные требования, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств. При этом изменение предмета залога по эмитированным облигациям станет возможно в случае, если условия и порядок такой замены были предусмотрены условиями выпуска облигаций.

Ключевые изменения в отношении эмиссии облигаций с обеспечением:

- Денежные требования, обеспечивающие выплату по облигациям, по общему правилу не должны находиться в обременении;
- Денежные суммы, полученные от исполнения денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, должны зачисляться на залоговый счет;
- Эмитент облигаций вправе без согласия владельцев облигаций за счет средств, находящихся на залоговом счете, приобретать денежные требования, аналогичные указанным в условиях выпуска таких облигаций;
- Эмитент вправе в условиях выпуска облигаций установить очередность исполнения обязательств по облигациям разных выпусков при исполнении обязательств за счет предоставленного обеспечения (например, при досрочном погашении облигаций).

Ограничение по возможности выпуска специализированным финансовым обществом корпоративных облигаций без залогового обеспечения ранее третьего года существования, а также ограничение объема эмиссии облигаций размером уставного капитала общества либо величиной обеспечения, предоставленного ему в этих целях третьими лицами, были устраниены Федеральным законом от 29.12.2012 № 282-ФЗ.

Перечисленные нововведения позволяют определить место специализированных обществ проектного финансирования при реализации инвестиционных проектов, в том числе реализуемых на основе механизмов государственно-частного партнерства.

## Специализированные общества проектного финансирования как инструмент привлечения инвестиций в ГЧП-проекты

Облигации, эмитированные специализированным обществом проектного финансирования, могут стать серьезной альтернативой более распространенным способам привлечения частного финансирования в проекты государственно-частного партнерства. В частности в новый формат могут быть переведены инфраструктурные облигации: в результате рассматриваемых нововведений возвратность облигационных заемов напрямую увязана с доходностью самого проекта, так как облигации обеспечиваются правами, принадлежащими самому обществу проектного финансирования, для чего они предварительно должны быть выкуплены у частного партнера. При этом и частные партнеры освобождаются от дополнительной долговой нагрузки (так как эмитентом является не сам частный партнер, а специализированное общество), а возможность возврата облигационного займа не обременена дополнительными долговыми обязательствами частного партнера и правами третьих лиц, что потенциально повышает интерес инвесторов к применению данного механизма.

Специальный правовой статус Общества также является дополнительной гарантией соблюдения интересов инвесторов. Кредиторы Общества, в том числе держатели облигаций, будут иметь возможность оспаривать сделки, совершенные Обществом в противоречии с целями и предметом деятельности, что гарантирует целевой характер предоставляемого заемного финансирования. Специальные требования предусмотрены также и в отношении управляющих компаний специализированных обществ, что снимает риски аффилированности управления Обществом как с акционерами, так и кредиторами Общества.

Вместе с тем, перспективы применения рассматриваемого механизма привлечения финансирования имеют определенные особенности применительно к проектам государственно-частного партнерства.

Так, например, механизм выпуска обеспеченных денежными требованиями облигаций оптимально может быть применен в рамках проектов, в которых определен крупный потребитель услуг частного партнера. Заранее определенный «якорный» потребитель и расчет стоимости приобретаемых им товаров (работ, услуг) позволят заблаговременно определить объем обеспечения исходя из объема предполагаемых денежных

требований. Таким образом, новый механизм может найти применение в рамках действующего концессионного законодательства, которое ориентировано на получение платежей с потребителей товаров, работ, услуг, являющихся результатом деятельности концессионера.

В случае, если в рамках проекта используется механизм контракта жизненного цикла, при котором оплата товаров, работ, услуг, являющихся результатом деятельности частного партнера, осуществляется государством, механизм привлечения инвестиций через облигации Общества также целесообразен. В этом случае облигации могут быть обеспечены правом требования в отношении платежей государственного партнера по проекту, которые традиционно воспринимаются инвест-сообществом как один из наиболее надежных источников возвратности инвестиций, не обремененный, в частности рисками спроса на результаты деятельности частного партнера.

Вероятно, еще более широкому применению рассматриваемого механизма будет способствовать распространение контрактов жизненного цикла на большее количество объектов, находящихся в периметре интересов государственных партнеров (соответствующий законопроект настоящее время прорабатывает Минэкономразвития РФ), а также принятие законопроекта «Об основах государственно-частного партнерства в РФ», в результате чего будут расширены возможности по структурированию финансово-имущественных отношений партнеров, и, соответственно, появится большее количество потенциальных возможностей обеспечить платежи по облигациям.

Стабилизации финансовых отношений участников инвестиционных проектов также будут способствовать новые механизмы банковских расчетов, в частности возможность применения счета эскроу.

## Счет эскроу

Важной новеллой «Закона о внесении изменений» является счет эскроу (от англ. «escrow»), включенный в ГК РФ в качестве одного из видов банковских счетов. Ранее применение эскроу (и его аналогов) российскими компаниями было возможно преимущественно в рамках трансграничных сделок, структурированных по праву страны, признающей подобную систему расчетов. В частности по английскому праву, где эскроу получил широкое распространение в сферах контрактов M&A, а также сделок с недвижимостью.

По «Закону о внесении изменений» счет эскроу представляет собой особый счет, открываемый банком (эс-

кроу-агентом) для учета и блокирования денежных средств, полученных от владельца счета (депонента) в целях их последующей передачи другому лицу (бенефициару) при возникновении оснований, предусмотренных договором между банком, депонентом и бенефициаром.

В то же время для повышения эффективности данного платежного механизма Законом о внесении изменений установлены особые правила в отношении депонированных денежных средств:

- Депонент и бенефициар не могут распоряжаться депонированными денежными средствами до момента возникновения установленных в соответствующем договоре оснований;
- Зачисление на счет эскроу иных денежных средств депонента (кроме депонируемой суммы) запрещается;
- Вознаграждение банка как эскроу-агента не может взиматься из денежных средств, находящихся на счете эскроу.

Таким образом, цель эскроу состоит в обеспечении надлежащего исполнения обязательств сторон по сделкам, отличающимся усложненной структурой взаимных прав и обязанностей. К примеру, в сделках по приобретению бизнеса (контрольного пакета акций) эскроу предоставляет сторонам следующие гарантии. Покупатель может быть уверен, что депонированные средства не поступят в распоряжение продавца до тех пор, пока последний не переведет акции на покупателя и (или) выполнит иные дополнительные обязательства. В свою очередь, продавец, выполнивший свои обязанности, получит причитающуюся ему оплату от эскроу-агента независимо от действий покупателя.

В то же время некоторые специалисты отрицают необходимость данной конструкции, поскольку российскому праву известна модель расчетов через аккредитив, цели которой идентичны эскроу. Вместе с тем, при аккредитиве банк, раскрывающий сумму оплаты получателю, ориентирован исключительно на формальную проверку конкретных документов, заранее указанных в соглашении между банком и плательщиком и не проверяет фактическое наличие каких-либо обстоятельств (например, наличие исполнения по сделке). В случае формального несоответствия денежная сумма возвращается плательщику (учредителю аккредитива), что существенно затрудняет его использование. В эскроу, напротив, стороны вправе установить основание для осуществления банком платежа без обязательной привязки к формальному документу (в том числе

путем указания на какое-либо событие), при этом в качестве бенефициара может быть указано третье лицо (не только сторона контракта, на которую возложены обязательства).

Указанный механизм может использоваться и в сфере государственно-частного партнерства в рамках практически любых сделок как между партнерами, так и между частным партнером и его подрядчиками. Чаще всего в рамках таких сделок предусматривается комплекс взаимных обязательств сторон, исполнение которых поэтапно осуществляется в течение длительного периода времени, и применение эскроу дает дополнительные гарантии контрагентам.

В перспективе эскроу может применяться и в рамках самого консорциума частных партнеров, например, при распределении прибыли от осуществления предусмотренной ГЧП-соглашением деятельности или при предоставлении в зависимости от исполнения обязательств государственным партнером (передать в пользу проектной компании необходимое имущество, обеспечить предоставление государственных гарантий, осуществить выплату платежей за доступность или минимального гарантированного дохода и др.).

Таким образом, принятые поправки в комплексе позволяют оптимизировать процессы привлечения и возврата заемного финансирования при реализации инвестиционных проектов, а также способствуют стабилизации финансово-имущественных отношений их участников.

На наш взгляд, несмотря на то, что принятые поправки, безусловно, имеют существенное значение для реализации многих инвестиционных проектов, применение отдельных инструментов, введенных рассмотренным пакетом поправок, не создаст предпосылок для потенциального «бума» ГЧП-проектов, в отличие, например, от ожидаемого принятия поправок в концессионное законодательство в части расширения перечня объектов концессионного соглашения и возможности распространения механизма платы концедента на все допустимые объекты концессионных соглашений, или, например, Федерального закона «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации». Рассмотренный пакет поправок является, скорее, оптимизацией существующих механизмов и в целом свидетельствует о наличии политической воли способствовать дальнейшему развитию инвестиционных проектов в России.

## КОНТАКТЫ



ЕВГЕНИЯ  
ЗУСМАН  
Руководитель Практики  
ГЧП и инфраструктуры  
[zusman@vegaslex.ru](mailto:zusman@vegaslex.ru)



АЛЕКСАНДР  
ГАРМАЕВ  
Юрист  
Корпоративной практики  
[garmaev@vegaslex.ru](mailto:garmaev@vegaslex.ru)



МИХАИЛ  
КОРНЕВ  
Юрист Практики  
ГЧП и инфраструктуры  
[kornev@vegaslex.ru](mailto:kornev@vegaslex.ru)



ИРИНА  
ДОЛГИХ  
Младший юрист Практики  
ГЧП и инфраструктуры  
[dolgikh@vegaslex.ru](mailto:dolgikh@vegaslex.ru)

Подробную информацию о продуктах и услугах VEGAS LEX Вы можете узнать на [vegaslex.ru](http://vegaslex.ru)

К изложенному материалу следует относиться как к информации для сведения, а не как к профессиональной рекомендации. VEGAS LEX рекомендует обратиться за профессиональной консультацией по любому вопросу.

VEGAS LEX – одна из ведущих российских юридических фирм, предоставляющая широкий спектр правовых услуг. Основанная в 1995 году, Фирма объединяет более 100 юристов, офисы в Москве, Волгограде, Краснодаре и ряд региональных партнеров.

## НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ:

- Взаимоотношения с государственными органами. Нормотворчество
- Вопросы конкуренции. Антимонопольное регулирование
- Отраслевое право. Топливно-энергетический комплекс
- Техническое регулирование
- Разрешение споров и досудебное урегулирование конфликтов. Медиация
- Проекты с иностранным элементом. Международный арбитраж. Международные сделки. Локализация
- ГЧП и инфраструктурные проекты
- Недвижимость. Земля. Строительство
- Корпоративные вопросы и M&A. Юридическая экспертиза
- Инвестиции. Проектное финансирование
- Инновационные проекты
- Комплаенс. Антикоррупционный комплайенс и противодействие корпоративному мошенничеству
- Международное налогообложение
- Налоговый консалтинг
- Ценные бумаги, листинг, секьюритизация
- Интеллектуальная собственность
- Отраслевое право. Экологическое право

## ОТРАСЛИ ЭКОНОМИКИ:

- Авиация
- ЖКХ
- Информационные технологии
- Инфраструктура и ГЧП
- Машиностроение
- Металлургия
- Нанотехнологии
- Недвижимость
- Недропользование
- Пищевая промышленность
- Страхование
- Строительство
- Телекоммуникации
- Транспорт
- ТЭК
- Тяжелая и легкая промышленность
- Фармацевтика
- Финансы
- Химия и нефтехимия

## ПРИЗНАНИЯ И НАГРАДЫ:

- European Legal Experts 2013
- Best Lawyers 2012
- International Financial Law Review 2014
  - ▷ Реструктуризация и банкротство
  - ▷ Слияния и поглощения
  - ▷ Проектное финансирование
- Chambers Europe 2013
  - ▷ Государственно-частное партнерство
  - ▷ Антимонопольные вопросы
  - ▷ Разрешение споров
- The Legal 500 Europe, Middle East&Africa 2013
  - ▷ Государственно-частное партнерство
  - ▷ Разрешение споров
  - ▷ Недвижимость
  - ▷ Корпоративная практика, M&A

- ▷ Налоги
- ▷ Энергетика и природные ресурсы
- Право.Ru-300 2013
  - ▷ Антимонопольное право
  - ▷ Коммерческая недвижимость/строительство
  - ▷ Природные ресурсы/энергетика
  - ▷ Корпоративное право/M&A
  - ▷ Налоговое право
  - ▷ Арбитраж
  - ▷ Интеллектуальная собственность
  - ▷ Международный арбитраж
- PLC which lawyer? 2012
  - ▷ Антимонопольное право
  - ▷ Страхование

## НАШИ КЛИЕНТЫ:

Внешэкономбанк, РусГидро, РОСНАНО, СИТРОНИКС, Газпром нефть, Газпром добыча Астрахань, Мосэнергосбыт, МРСК Центра, МРСК Волги, Белон, ФосАгро АГ, РОСНО, Ильюшин Финанс Ко, Русские фонды, РЕКО-Гарантия, Сан Инбев, МТС, R-Quadrat, НОСТИЕФ, MAN, British Airways, Rockwool, MTD Products

## СОТРУДНИЧЕСТВО:

Министерство экономического развития РФ, Министерство транспорта РФ, Министерство регионального развития РФ, Федеральная антимонопольная служба РФ, Федеральная служба по тарифам РФ, Федеральная служба по финансовым рынкам РФ, комитеты Государственной Думы и Совета Федерации, ГК Внешэкономбанк, федеральные агентства (Росморречфлот, Росжелдор, Росавтодор, Госстрой), комитеты по собственности и защите конкуренции, ГЧП и инвестициям РСПП, Комиссия по защите прав инвесторов при НФА, Агентство Стратегических инициатив и т.д.

### МОСКВА

Тел.: +7 (495) 933 08 00  
Факс: +7 (495) 933 08 02  
vegaslex@vegaslex.ru

### ВОЛГОГРАД

Тел.: +7 (8442) 266 312/313/314/315  
Факс: +7 (8442) 26 63 16  
volgograd@vegaslex.ru

### КРАСНОДАР

Тел.: +7 (861) 274 74 08  
Факс: +7 (861) 274 74 09  
krasnadar@vegaslex.ru