



**НУРИЕВ
АЙНУР ХАНАФЕТДИНОВИЧ**

управляющий партнер
юридической фирмы
«Баратеон» (Казань),
кандидат юридических наук

ОГРАНИЧЕНИЕ РИСКА БАНКРОТСТВА КОМПАНИИ ЧЕРЕЗ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ *SPV*

В статье рассматривается проблема защиты активов компании через ограничение риска банкротства при помощи *SPV*. В этом контексте акцентируется внимание на преимуществах специализированных обществ (СФО, СОПФ), введенных в гражданский оборот Федеральным законом от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Ключевые слова: SPV, проектная компания, банкротство, специализированное общество

Одним из правовых механизмов реализации крупных инвестиционных проектов является проектное финансирование, в рамках которого создается специальная проектная компания (*SPV* — *Special Purpose Vehicle*). Ключевое преимущество *SPV* заключается в том, что в качестве обеспечения возврата заемных средств и функционирования проекта будут выступать либо уже имеющиеся активы инициатора проекта, либо будущие доходы от деятельности самой проектной компании, которая при этом может заниматься только финансируемым проектом (целевая правоспособность) и, соответственно, не имеет права заключать сделки, не связанные с его реализацией, в том числе проводить эмиссию дополнительных долговых инструментов. А поскольку у проектной компании могут быть только кредиторы, обладающие таким статусом в силу заключения соглашения о проектном финансировании, и иных кредиторов у нее в

принципе быть не должно, то и риски ее банкротства или добровольной ликвидации сводятся к минимуму. Данное обстоятельство, помимо прочего, делает *SPV* привлекательным правовым инструментом для управления риском банкротства компании.

До недавнего времени российское законодательство предусматривало создание только одного вида *SPV* — ипотечного агента¹, который использовался для забалансовой секьюритизации ипотечных активов. Однако с принятием Федерального закона от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Закон № 379-ФЗ) в число отечественных *SPV* вошло также специализированное финансовое общество (далее — СФО) и специализированное общество про-

¹ См.: Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

ектного финансирования (далее — СОПФ). Это вовсе не означает, что теперь нельзя учреждать *SPV* в форме хозяйственных обществ, прямо не предусмотренных законом, как это практиковалось ранее, ведь не все участники рынка заинтересованы в создании проектной компании в форме СФО или СОПФ, финансирование которых осуществляется через эмиссию облигаций, обеспеченных денежными требованиями. В частности, согласно п. 2 ст. 15.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в редакции Закона № 379-ФЗ (далее Закон № 39-ФЗ) целями и предметом деятельности СФО являются: приобретение имущественных прав требовать от должников уплаты денежных средств (далее — денежные требования) по кредитным договорам, договорам займа и (или) иным обязательствам, включая права, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств; приобретение иного имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды; осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований. В свою очередь, СОПФ предназначено для финансирования долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем: приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, и (или) с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта; приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта; осуществления эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.

Когда речь заходит о необходимости ограничения риска банкротства компании вне зависимости от ее организационно-правовой формы, первым шагом в данном направлении должно стать установление специальной правоспособности.

Исчерпывающий перечень видов деятельности компании позволяет оградить ее руководство от совершения непрофильных действий, которые могут стать причиной возникновения убытков. Это особенно актуально при заключении кредитных договоров, поскольку финансовые организации

заинтересованы в том, чтобы заемщик не стал заниматься несвойственным для него бизнесом, тем самым сократив риски нецелевого расходования денежных средств и образования задолженности. Целевая правоспособность закрепляется различными способами, как то: в положениях нормативно-правовых актов; в учредительных документах; при помощи обещаний исполнения обязательств (ковенант); включением в состав совета директоров компании независимого директора или представителей кредиторов; через передачу активов компании в собственность управляющей компании. Из приведенных выше инструментов, полагаем, необходимо подробнее пояснить использование ковенант.

Под ковенантом (*covenant*) понимается соглашение двух или более сторон, заключенное в письменном виде, согласно которому одна из сторон принимает на себя обязательства по совершению определенных действий (*positive covenants*) или по воздержанию от их совершения (*negative covenants, restrictive covenants*). Ограничительные ковенанты (*restrictive covenants*) близки к отрицательным и, как правило, используются в сделках по слиянию и поглощению, созданию совместных предприятий, прямому частному инвестированию и по купле-продаже компаний (например, защита нематериальных активов, запрет на переманивание ключевых работников, поставщиков и др.)². В качестве примера ковенант, используемых для определения специальной правоспособности компании, можно привести такие: 1) не предпринимать действий, которые могут привести к возникновению задолженности заемщика за пределами обычной деловой деятельности (*not to perform actions, resulting in incurrence of any indebtedness outside of the ordinary conduct of business of the borrower*); 2) не предпринимать действий, которые могут привести к существенному изменению основного вида деятельности или обычной деловой деятельности заемщика (*not to perform activity resulting in change in nature or conduct of borrower's business*)³. Кроме того, легитимность применения указанных

² См.: Айвори Й., Порога А. Использование английского права в российских сделках. М., 2011. С. 29.

³ См.: Конюшкевич В. Позитивные и негативные ковенанты. URL: <http://lidings.com/ru/articles2?id=44> (дата обращения: 25.08.2014).

ковенант и их обязательность для участников сделки подтверждена также в практике арбитражных судов⁴.

Риск банкротства снижается также в том случае, когда у компании отсутствуют работники по трудовым договорам. В этом особо заинтересованы кредиторы компании, поскольку такое ограничение увеличивает их шансы вернуть свои инвестиции в случае инициирования в отношении компании-заемщика процедуры банкротства. Как известно, п. 2 ст. 134 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» предусматривает, что требования об оплате труда лиц, работающих по трудовым договорам в организации-должнике, в рамках процедуры банкротства удовлетворяются во вторую очередь, а конкурсных кредиторов — лишь в третью. В этом контексте *SPV* обладает несомненным преимуществом, поскольку по общему правилу не ведет какой-либо деятельности, ведь ее основная функция — это обособление активов, и, следовательно, у нее на балансе нет трудовых договоров с работниками. Это позволяет существенно повысить кредитный рейтинг *SPV*, а значит, и стать более привлекательным объектом для внешнего финансирования. Отечественное законодательство запрещает *SPV* в форме ипотечного агента и СФО иметь штат сотрудников, но предусматривает такую возможность для СОПФ (поскольку деятельность этого общества связана со строительством объектов). Отметим, что императивный запрет на наличие сотрудников может быть предусмотрен не только на уровне нормативно-правового акта, но и в тексте договора, в том числе посредством ковенант. Вместе с тем для реализации проектов, осуществляемых посредством *SPV*, необходим непосредственный труд работников. Для этого создаются отдельные юридические лица (операционные компании), которые обладают штатом сотрудников с соответствующими трудовыми договорами и которые в итоге оказывают *SPV* необходимые услуги, привлекают работников, выплачивают им заработную плату и обеспечивают иные гарантии, предусмотренные трудовым законодательством.

Другим эффективным средством управления риском банкротства компании является установление преимущественного права инвесторов или дружественных с ними лиц на ее имущество (активы).

Степень обеспеченности прав инвесторов зависит от выбранной юридической конструкции, применимого права, а также объекта защиты. Таким образом, основная задача инвесторов *SPV* состоит в том, чтобы определить, какой актив необходимо защитить и достаточно ли установления приоритета этого актива среди общей массы имущества компании в случае банкротства либо целью является полный вывод имущества из процедуры банкротства (цель обуславливает конструкцию обеспечения: например, в первом случае можно использовать залог или соглашение о субординации требований, а во втором — цессию). Прямой запрет обращения взыскания на имущество компании может быть установлен непосредственно в тексте закона. В частности, ст. 18.1 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ) предусматривает, что ипотечное покрытие не включается в состав конкурсной массы ипотечного агента. Кроме того, запрет обращения взыскания на определенный актив может быть определен в договоре между *SPV* и ее кредиторами, для чего используется специальная оговорка о прекращении обязательства исчерпанием конкретного имущества (*non-recourse clause*). Суть данного института английского права состоит в том, чтобы ограничить ответственность компании в отношениях с кредиторами только тем имуществом, которое было заранее определено соглашением сторон сделки в качестве обеспечения. Таким образом, в случае недостаточности обозначенного имущества кредитор не вправе потребовать удовлетворения оставшейся части своих требований за счет иного имущества должника, а значит, не сможет посягнуть на права других кредиторов компании. На возможность использования данного механизма указывает п. 8 ст. 15.1 Закона № 39-ФЗ: «Договором кредитора со специализированным обществом или условиями выпуска облигаций специализированного общества может быть предусмотрено, что требования кредитора или владельцев облигаций, не удовлетворенные за счет средств, полученных в результате реализации заложенных денежных требований при обращении на них взыскания,

⁴ См., напр.: постановления ФАС Московского округа от 03.02.2010 № КГ-А40/13323-09 по делу № А40-1654/09-97-20, от 26.01.2010 № КГ-А40/13599-09 по делу № А40-15445/09-46-161.



а в случае предоставления иного обеспечения — за счет такого обеспечения, считаются погашенными». Отметим также, что риск увеличения задолженности компании может быть ограничен и посредством установления контроля над привлечением компанией-заемщиком финансовых средств: *SPV* обязывается не привлекать дополнительное заемное финансирование без одобрения кредиторов или их представителя. Это позволяет воспрепятствовать появлению новых кредиторов у проектной компании и возникновению конкуренции требований на имущество *SPV* в случае банкротства.

Выше мы рассмотрели ограничение риска банкротства, которое осуществляется заинтересованной стороной в принудительном порядке. Вместе с тем процедура банкротства может быть проведена добровольно по инициативе учредителей и руководства самой *SPV*. Действующим законодательством вводится запрет на добровольную ликвидацию *SPV* в форме ипотечного агента, что касается СФО и СОПФ, то Закон № 379-ФЗ устанавливает следующее: при наличии облигаций специализированного общества, обязательства по которым не исполнены, добровольная ликвидация возможна только с согласия владельцев таких облигаций, которое должно быть принято на общем собрании владельцев облигаций большинством в девять десятых голосов лиц, обладающих правом голоса на общем собрании владельцев таких облигаций. Отметим, что не все *SPV* в России создаются в форме, прямо предусмотренной законом (следовательно, имеют строгие правила о добровольной ликвидации), поэтому инвесторам некоторых компаний следует учитывать риски их банкротства, вытекающие из возможных действий их руководства и участников. Очевидно, что начинать здесь следует с определения лиц, имеющих право занимать руководящие должности в компании, а также субъектного состава участников *SPV*.

Как справедливо отмечает Ю. Туктаров, управленческая структура должна базироваться на таких принципах, как простота, прозрачность, добросовестность. Для этого в большинстве развитых правовых порядков предусматривается отсутствие совета директоров (наблюдательного совета) в системе органов управления компанией, а функции генерального директора передаются независимой управляющей компании (управляющему), которая

не связана с инициаторами или участниками сделки по реализации проекта посредством *SPV*⁵. Действия такого управляющего ограничены исключительно теми видами деятельности и полномочиями, которые очерчены в учредительных документах компании, отдельных нормативно-правовых актах и ограничены взятыми на себя компанией обязательствами (специальная правоспособность). Что касается участников *SPV*, то здесь на первый план выходит обеспечение принципа добросовестности в их деятельности, поскольку допущение обратного может привести к финансовым потерям, инициированию процедуры банкротства, корпоративным войнам между участниками компании и ее инвесторами. В связи с этим наиболее разумным решением является передача участия в *SPV* независимым управляющим с последующим ограничением возможности передачи акций/долей участия третьим лицам (что достигается через передачу долей/акций компании в траст (фонд)⁶). Кстати, Законом № 379-ФЗ и Законом об ИЦБ предусмотрен запрет на избрание совета директоров и ревизионной комиссии (ревизора), создание коллегиального исполнительного органа для СФО, а обязанность передать полномочия единоличного исполнительного органа управляющей компании установлена помимо СФО и для ипотечного агента. Заметим также, что с проблемой добровольной ликвидации тесно связан вопрос добровольной реорганизации. Как известно, корпоративное законодательство не ограничивает участников хозяйственных обществ и товариществ (в форме которых создавалась большая часть *SPV* в России до последнего времени) в проведении реорганизации. Это достаточно существенный риск для инвесторов, поскольку ее проведение может сказаться на стоимости активов проектной компании, а значит, снизить ее кредитный рейтинг. Чтобы избежать этого, в учредительные документы компании, соглашение акционеров (участников), кредитные договоры и др. вводятся положения, регулирующие проведение добровольной реорганизации (для СФО законодатель устанавливает императивный запрет). В частности, нужно установить, что добровольная ликвидация или реорганизация может быть проведена

⁵ Туктаров Ю. Защита от банкротства — 2 // Вестник НАУФОР. 2012. № 2.

⁶ Подробнее об использовании фонда при банкротствах см.: Туктаров Ю., Семикова Л. Разориться дешево // Вестник НАУФОР. 2011. № 12.

только с согласия независимого директора компании или представителя кредиторов (инвесторов), которые вводятся в органы управления *SPV*.

Принимая во внимание вышесказанное, представляется возможным сделать следующие выводы.

Во-первых, наиболее эффективным средством ограничения риска банкротства является выбор правильной организационно-правовой формы создаваемого *SPV*. С принятием Закона № 379-ФЗ и появлением специализированных обществ (СФО и СОПФ), предназначенных исключительно для секьюритизации активов, полагаем целесообразным использовать для учреждения *SPV* именно их, а не хозяйственные общества и товарищества, как это практиковалось ранее.

Нормативное регулирование деятельности специализированных обществ закрывает почти все ключевые риски банкротства компании, позволяя тем самым применять для защиты активов именно российское право.

Кроме того, несомненным преимуществом СФО и СОПФ является то, что их уставная деятельность не будет облагаться налогом на прибыль.

Во-вторых, вне зависимости от организационно-правовой формы *SPV* следует определить целевую правоспособность компании в учредительных

документах, а для руководства *SPV*, помимо прочего, внести соответствующие ограничения в должностные инструкции и иные корпоративные документы. Также для контроля над деятельностью *SPV* целесообразно ввести в корпоративные структуры компании независимого директора и передать общее руководство независимой управляющей компанией (управляющему).

В-третьих, учитывая, что целью процедуры банкротства является завладение имуществом компании, следует предусмотреть преимущественное право инвесторов или связанных с ними лиц хотя бы на ключевые активы, что обеспечит инвесторам приоритет при банкротстве либо полностью выведет имущество из конкурсной массы. Применение указанного инструментария предоставит инвесторам и иным заинтересованным в успехе проекта лицам дополнительные средства защиты своих прав и активов компании, в том числе через оспаривание действительности сделок по ст. 168 (недействительность сделки, нарушающей требования закона или иного правового акта), ст. 173 (недействительность сделки юридического лица, совершенной в противоречии с целями его деятельности), ст. 173.1 (недействительность сделки, совершенной без необходимого в силу закона согласия третьего лица, органа юридического лица или государственного органа либо органа местного самоуправления) и 174.1 (последствия совершения сделки в отношении имущества, распоряжение которым запрещено или ограничено) ГК РФ.