



**Илья БАРЕЙША,**  
адвокат, старший юрист,  
АБ «Егоров, Пугинский,  
Афанасьев и партнеры»

## Секьюритизация автокредитов АО «Кредит Европа Банк»: правовые и структурные вопросы

**23** июня 2015 г. на Московской бирже со значительным спросом со стороны рыночных инвесторов прошло размещение по открытой подписке облигаций старшего транша ООО «Специализированное финансовое общество Европа 14-1А» Облигации младшего транша были в тот же день размещены по закрытой подписке эмитенту — АО «Кредит Европа Банк» (КЕБ). Исполнение обязательств эмитента по облигациям обоих траншей обеспечено залогом прав требования по автокредитам<sup>1</sup>, которые КЕБ уступил в пользу СФО, а также залогом денежных прав требования СФО по договорам бан-

ковского счета. Международные рейтинговые агентства присвоили облигациям старшего транша кредитный рейтинг инвестиционного уровня, превышающий на одну ступень суверенный рейтинг России и на четыре ступени — рейтинг Кредит Европа Банка как банка-оригинатора: Baa3 по шкале Moody's и BBB- по шкале Standard & Poor's. На момент подготовки статьи эта секьюритизация оставалась единственной публичной сделкой, проведенной СФО по так называемому Закону о секьюритизации<sup>2</sup>. Мы проанализировали ключевые структурные и правовые аспекты сделки, которые во многом и обусловили ее успех.

<sup>1</sup> Требования к заемщикам по кредитам, выданным Кредит Европа Банком физическим лицам на приобретение автомобиля (далее — автокредитам).

<sup>2</sup> Федеральный закон № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 21 декабря 2013 г.

**РЕВОЛЬВЕРНАЯ СТРУКТУРА ПУЛА АВТОКРЕДИТОВ**

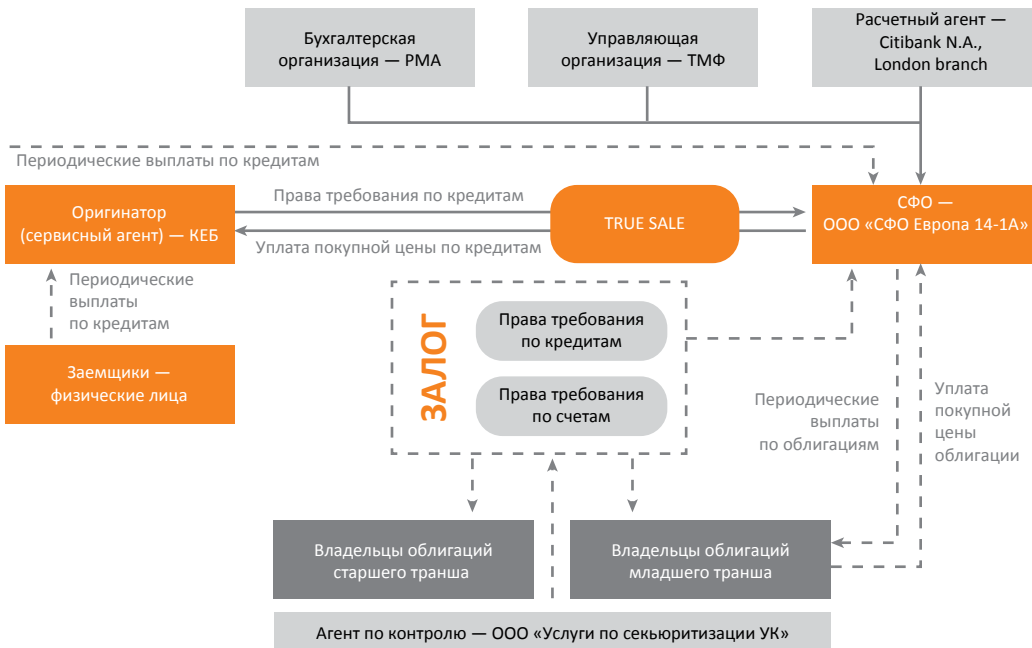
Короткий фактический срок погашения автокредитов по сравнению с эффективным сроком погашения облигаций, обеспеченных залогом прав требования по кредитам, требует использования револьверной структуры пула.

В сделке Кредит Европа Банка облигации старшего транша (как и облигации младшего транша) не подлежат частичному погашению в течение первых двух лет обращения, а поступления по основному долгу по автокредитам в этот период направляются на приобретение новых автокредитов, отвечающих тем же требованиям, что и автокредиты из состава первоначального портфеля. Амортизация облигаций старшего транша начинается по истечении двух лет после их размещения, а также при определенных негативных обстоятельствах, связанных с эмитентом, облигациями или сервисным агентом. После даты начала амортизации эмитент больше не вправе приобретать

новые автокредиты, а поступающие от должников суммы направляются на частичное погашение облигаций.

При этом в реальности владельцам облигаций старшего транша не придется ждать постепенного частичного погашения облигаций после начала амортизации: согласно условиям выпуска, у Кредит Европа Банка есть опцион на приоритетное приобретение автокредитов у СФО в течение 30 дней после даты начала амортизации облигаций. В случае выкупа банком портфеля автокредитов у эмитента по такому опциону СФО использует вырученные от сделки денежные средства на досрочное погашение облигаций старшего транша. Если же КЕБ по какой-то причине не воспользуется своим опционом на покупку портфеля автокредитов при начале амортизации облигаций, то любой другой банк будет вправе приобрести портфель автокредитов у эмитента путем акцепта соответствующей оферты эмитента, включенной в решения о выпуске облигаций.

Рисунок 1. Секьюритизации автокредитов Кредит Европа Банка



Револьверный характер покрытия определил и структуру договорной документации по сделке. КЕБ и СФО заключили генеральный договор уступки автокредитов. Он распространяется как на первоначальную уступку Кредит Европа Банком автокредитов в пользу эмитента, так и на последующие сделки уступки автокредитов между сторонами: в рамках револьверной структуры, в случае если КЕБ выкупает дефолтные автокредиты у эмитента, а также при обратной продаже КЕБ автокредитов, которые не соответствовали заданным требованиям на момент их покупки специализированным финансовым обществом.

#### **ГАРАНТИЯ ИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ БАНКА СЧЕТОВ**

Особое внимание рейтинговых агентств при структурировании сделки уделялось вопросу хранения денежных средств СФО.

Для этих целей используются три залоговых счета: один — условно называемый счетом сбора платежей — открыт в Кредит Европа Банке и используется для агрегирования денежных средств, поступающих на счета заемщиков по автокредитам в банке, а также для покупки новых автокредитов в рамках револьверного механизма. Два других счета СФО открыты в АО КБ «Ситибанк». На один из них со счета сбора платежей регулярно перечисляются деньги для хранения и последующих выплат по облигациям. Другой залоговый счет предназначен для хранения средств, составляющих резервный фонд эмитента. Структура банковских счетов СФО и основных денежных потоков по сделке Кредит Европа Банка показана на Рисунке 2.

Поскольку желаемый уровень рейтинга облигаций СФО превышал суверенный, требовалось, чтобы основная часть денежных средств СФО хранилась на счетах в банке с соответствующим кредитным рейтингом. Ни КЕБ, ни Ситибанк, ни подавляющее большинство других солидных российских банков не удовлетворяет этому требованию. Поэтому для своеобразной замены инвестиционного рейтинга банка, на счетах которого хранятся основные денежные средства СФО, банк Citibank, N.A. как родственная структура Ситибанка, имеющая высокий рейтинг от Moody's и S&P, выпустил специальное письмо в

пользу СФО, гарантирующее исполнение обязательств Ситибанка по обслуживанию открытых в нем счетов СФО. КЕБ как сервисный агент по сделке принял на себя обязательство направить от имени СФО требование по этой гарантии в адрес Citibank, N.A. в случае наступления технического дефолта по облигациям.

В качестве еще одной защитной меры КЕБ принял на себя обязанность перед СФО информировать эмитента (то есть фактически ООО «ТМФ Рус» как управляющую организацию эмитента) о наступлении любого из ряда обстоятельств, перечисленных в договоре об оказании услуг сервисного агента и свидетельствующих об уменьшении надежности Ситибанка (или другого банка, который может прийти на смену Ситибанку) как банка счетов эмитента. Получив такую информацию от Кредит Европа Банка или из иных источников, управляющая организация эмитента обязана предпринять все меры для закрытия счетов СФО в таком банке и перевести денежные средства СФО в другой банк в разумно короткий срок.

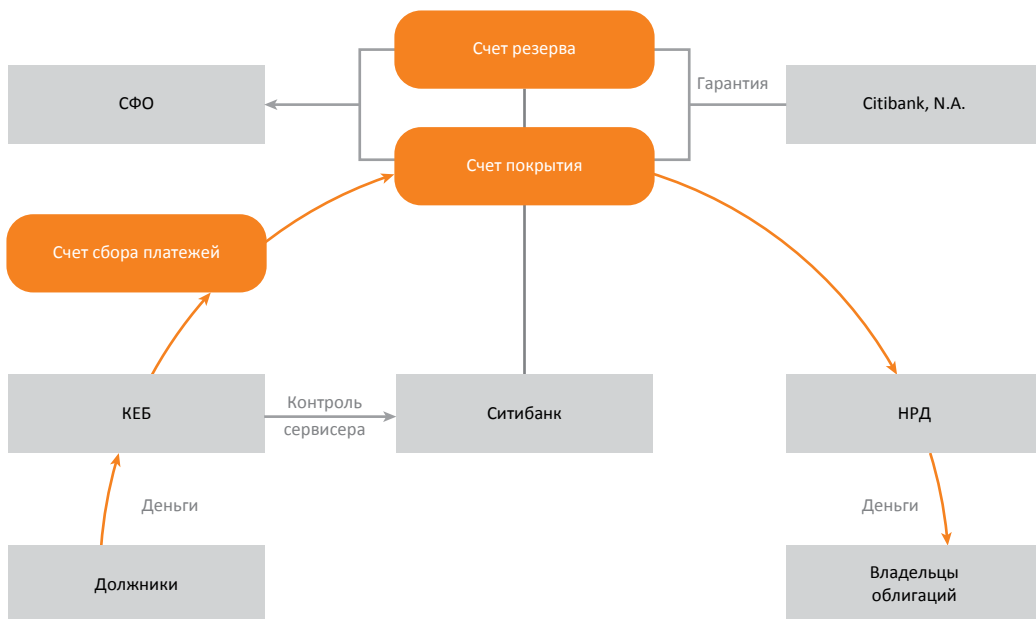
#### **ЗАЛОГОВЫЕ СЧЕТА**

Закон о секьюритизации требует, чтобы поступающие от должников денежные средства зачислялись на залоговый счет. При этом закон не конкретизирует, можно ли СФО открывать несколько залоговых счетов и переводить деньги между ними. В сделке Кредит Европа Банка СФО, как упоминалось выше, открыло сразу три залоговых счета в двух разных банках, а условия ведения и обслуживания этих залоговых счетов предусматривают возможность перевода денежных средств эмитента между ними.

Банк России придерживается мнения, что банковский счет может быть залоговым, только если он открыт в качестве такового. Иными словами, нельзя придать статус залогового счета существующему обычному банковскому счету эмитента или иного лица.

Несмотря на то что нормы о залоговых счетах были приняты относительно давно, в конце 2013 г., у большинства банков пока нет опыта их открытия, во всяком случае по сделкам, где банк не является обеспеченным кредитором, в пользу которого и

Рисунок 2. Счета СФО



установлен залог прав по счету (к таким сделкам относится выпуск обеспеченных облигаций). В связи с этим мы рекомендуем начать согласование договоров залогового счета с банком-оригинатором и выбранным банком, в котором будут храниться основные денежные средства эмитента, в самом начале подготовки сделки секьюритизации.

Гражданский кодекс характеризует договор залогового счета как соглашение между банком и его клиентом. При этом, согласно п. 12 ст. 358.12 ГК РФ, банк обязан проводить операции по залоговому счету в соответствии с законодательством России, банковскими правилами, а в части, которая не регулируется ими, — в соответствии с соглашением, заключенным между банком, залогодателем и залогодержателем. Таким образом, Гражданский кодекс недвусмысленно намекает на необходимость заключения трехстороннего соглашения между банком счета, должником и кредитором, если стороны желают дополнить нормы законодательства собственными правилами. Если такие правила будут включены только в двусторонний договор залогового

счета или же, применительно к облигациям с залоговым обеспечением денежными требованиями, только в решение о выпуске облигаций, возникает риск, что одна из сторон небезосновательно откажется эти правила соблюдать.

В новых сделках секьюритизации неипотечных финансовых активов данная проблема может быть решена путем заключения трехстороннего соглашения об установлении дополнительных правил между банком счета, эмитентом как должником-залогодателем и представителем владельцев облигаций (ПВО) на стороне кредиторов-залогодержателей. Напомним, что с 1 июля 2016 г. привлечение ПВО обязательно для обеспеченных выпусков облигаций, которые размещаются по открытой подписке и допущены к торгам на бирже.

В сделке Кредит Европа Банка договоры залогового счета и решения о выпуске облигаций предусматривают, что договор залога прав по каждому из банковских (залоговых) счетов эмитента является трехсторонним и заключается между СФО как залогодателем, владельцами облигаций

как залогодержателями и банком залогового счета (Кредит Европа Банком или Ситибанком соответственно) при размещении облигаций<sup>1</sup>.

Отметим, что согласно ГК РФ стороны договора залогового счета не вправе вносить в него изменения, а также совершать действия, которые могут повлечь его прекращение, без согласия залогодержателя. В выпусках облигаций с залоговым обеспечением денежными требованиями при назначении ПВО на него может быть возложена обязанность согласовывать изменения в договор залогового счета с соответствующим банком. Поскольку в сделке Кредит Европа Банка ПВО пока не назначен, решения о выпуске облигаций содержат положение о согласии владельцев облигаций с тем, что КЕБ и Ситибанк вправе в одностороннем порядке или по соглашению с эмитентом вносить изменения в договоры банковского (залогового) счета в части установления тарифов за услуги банка по обслуживанию счета и других положений договора, которые не затрагивают права и законные интересы владельцев облигаций.

#### **NON-PETITION, ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЭМИТЕНТА**

В договоры с поставщиками услуг для СФО включено положение, существенно уменьшающее риск банкротства эмитента: контрагенты СФО согласились с тем, что они воздержатся от обращения в суд с заявлением о банкротстве СФО до полного погашения облигаций эмитентом. Условия выпуска облигаций младшего транша предусматривают ограничение права владельцев бумаг на подачу заявления о банкротстве СФО до полного погашения облигаций старшего транша. Что касается условий по облигациям старшего транша, то в них закреплен запрет для владельцев

бумаг на подачу заявления о банкротстве СФО в суд до обращения взыскания на залоговое покрытие по облигациям.

Такого рода условия известны в международной практике как положения о non-petition. Включать эти положения в договоры по российским сделкам секьюритизации стало возможно благодаря изменениям, которые внес Закон о секьюритизации в законодательство о банкротстве.

На наш взгляд, основной риск, связанный с положениями о non-petition, заключается в том, что при расторжении договора СФО с одним из контрагентов последний при наличии у СФО задолженности перед ним может попытаться обратиться в суд с заявлением о признании эмитента банкротом до полного погашения облигаций, ссылаясь на то, что он больше не связан положением о non-petition.

Этот риск можно уменьшить, ограничив ответственность эмитента перед контрагентами: к примеру, путем включения в каждый договор положения о небольшой исключительной неустойке (например, в размере 100 руб.), которую эмитент обязан уплатить, если он нарушил обязательства по договору. Кроме того, целесообразно исключить применение к отношениям между СФО и его контрагентами статьи 317.1 ГК РФ, предусматривающей начисление процентов на сумму долга за период пользования денежными средствами в отношениях между коммерческими организациями.

#### **Агент по контролю**

Одним из ключевых вопросов, которые нужно разрешить при структурировании сделки секьюритизации, является вопрос контроля за имуществом, составляющим залоговое обеспечение. В рамках ипотечных сделок такой вопрос прямо решен в законе, он возлагает соответствующие контрольные функции на специализированный депозитарий. Для неипотечных сделок Закон о секьюритизации оставил полную свободу выбора контрольного механизма.

В сделке Кредит Европа Банка контрольные полномочия закреплены за специальным агентом по контролю — ООО «Услуги по секьюритизации УК».

<sup>1</sup> В момент уведомления эмитентом КЕБ и Ситибанка о залоге прав по соответствующему банковскому (залоговому) счету в соответствии со статьей 358.11 ГК РФ. Рекомендуем включить в решения о выпуске обеспеченных облигаций и в договор залогового счета формальную обязанность эмитента предоставить банку залогового счета заверенную эмитентом копию каждого решения о выпуске облигаций не позднее даты начала размещения облигаций.

Агент по контролю следит за соблюдением требований:

i) к минимальному размеру залогового обеспечения, установленному в решениях о выпуске облигаций;

ii) к качеству пула автокредитов; автокредиты, в том числе приобретаемые эмитентом в рамках револьверности покрытия, должны соответствовать установленным требованиям (eligibility criteria), количество дефолтных кредитов в составе пула не должно превышать установленную максимальную величину;

iii) к сделкам по отчуждению автокредитов из состава пула путем проверки условий соответствующих договоров на предмет наличия в них обязательных условий (к примеру, включения положения о non-petition, условия об осуществлении уступки автокредита только после получения эмитентом полной покупной цены за него и т.п.);

iv) к операциям по распоряжению денежными средствами на залоговых счетах эмитента.

Результаты наблюдения агент по контролю отражает в специальном ежемесячном отчете, который эмитент обязан публично раскрывать. Кроме того, если агент по контролю выявил нарушения, он обязан оперативно предъявить эмитенту требование об их устранении.

Наконец, агент по контролю информирует инвесторов о наступлении даты внеплановой амортизации облигаций, если сам эмитент по какой-то причине не исполняет

обязанность по раскрытию соответствующей информации.

Функционал агента по контролю близок к полномочиям ПВО. Предполагается, что эмитент определит текущего агента по контролю в качестве ПВО, если привлечение ПВО будет обязательно для обеспеченных облигаций, размещенных до 1 июля 2016 г.<sup>1</sup>

В отношении других возможных публичных секьюритизаций финансовых активов полномочия ПВО определены в законе общим образом<sup>2</sup>, и даже в случае назначения ПВО может потребоваться привлечение отдельного агента по контролю, как в сделке Кредит Европа Банка<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> В настоящее время является дискуссионным вопрос о том, обязаны ли будут эмитенты обеспеченных облигаций, размещенных по открытой подписке или допущенных к организованным торгам до 1 июля 2016 г., определить ПВО или соответствующее требование будет распространяться только на новые выпуски обеспеченных облигаций.

<sup>2</sup> «Выявлять обстоятельства, которые могут повлечь за собой нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций; контролировать исполнение эмитентом обязательств по облигациям; принимать меры, направленные на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций» и т.д. — см. ст. 29.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

<sup>3</sup> К примеру, если специализированный депозитарий, который вправе выполнять функции ПВО в силу закона в рамках ипотечных сделок, будет излишне консервативно и узко толковать положения гл. 6.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».