



GMRA CASE STUDY: особенности согласования и подготовки документации

Екатерина Первова – Старший юрист

Allen & Overy Legal Services

3 декабря 2019



*GMRA – Случаи неисполнения
обязательств согласно пункту 10 и
заккрытие*

Пункт 10 – Случаи Неисполнения Обязательств (I)

- Основные Случаи Неисполнения Обязательств (пункт 10(a)):
 - (i) неуплата Покупной Цены или Выкупной Цены – льготный период не предусмотрен
 - (ii) (опционально) непредоставление ценных бумаг в пределах стандартного срока расчетов – “mini-close-out”
 - (iii) несоблюдение последствий непредоставления ценных бумаг в части “минизакрытия”
 - (iv) неисполнение маржинальных обязательств – льготный период не предусмотрен
 - (v) несоблюдение требований пункта 5 (положений о Выплатах Дохода)
 - (vi) совершение “Действия, Свидетельствующего о Несостоятельности”
 - (vii) существенное нарушение заверений об обстоятельствах (в том числе предоставляемых повторно)
 - (viii) признание неспособности исполнять обязательства или намерения не исполнять их
 - (ix) мотивированная (проблемы с финансовыми ресурсами или кредитным рейтингом) приостановка или аннулирование права осуществления деятельности на фондовой бирже или совершения операций с ценными бумагами
 - (x) неисполнение иных обязательств, которое не устранено в течение 30-дневного льготного периода.

Пункт 10 – Случаи Неисполнения Обязательств (II)

- Мини-закрытие за непредоставление ЦБ
 - Продавец не предоставил Купленные ЦБ в Дату Покупки или Покупатель не предоставил Эквивалентные ЦБ в Дату Выкупа] (включено в Приложение I)
 - Вам кажется, что это обязательный Случай Неисполнения Обязательств
 - Однако зачастую банки не хотят включать его: случаи непроведения расчетов встречаются чаще ожидаемого, и право на закрытие всех Сделок и прекращение отношений репо не должно возникать в результате непроведения расчетов лишь по одной Сделке.
 - Это, как правило, операционное или техническое неисполнение обязательств, которое не свидетельствует о несостоятельности.
 - Цепочка сделок репо: один случай непроведения расчетов может вызвать цепную реакцию. И это может быть не по вине контрагента.
 - Такой Случай Неисполнения Обязательств может вызвать кросс-дефолт по другим соглашениям (напр., GMSLA, Генеральное соглашение ISDA).
 - Вместо включения этого обстоятельства в число Случаев Неисполнения Обязательств можно иметь вариант с “мини-закрытием”.
 - Несоблюдение “положений о мини-закрытии” [пункты 10(h) и (i)].

Пункт 10 – Случаи Неисполнения Обязательств – АДП (АЕТ)

- Пункт 10(b): При наличии неустраненного Случая Неисполнения Обязательств Ненарушившая сторона (ННС) может определить Дату Досрочного Прекращения по всем Сделкам, направив Уведомление о Дефолте (не менее чем за 20 дней до предполагаемой Даты Досрочного Прекращения).
- Как и в случае с ISDA, возможно включить Автоматическое Досрочное Прекращение (АДП) в случае совершения Действия, Свидетельствующего о Несостоятельности
- Согласно концепции АДП, Дата Досрочного Прекращения наступает автоматически непосредственно перед Действием, Свидетельствующим о Несостоятельности
 - Является средством защиты от положений местного законодательства о несостоятельности, предусматривающих приостановку разбирательств/прекращение/специальные меры.
 - Местные консультанты подскажут, является ли АДП необходимым или целесообразным
 - Если АДП не требуется, по передовой рыночной практике рекомендует не применять его.
 - Необходимо определить Дефолтную Рыночную Стоимость на Дату Досрочного Прекращения, даже если ННС не знала о ней = ННС принимает на себя незахеджированный рыночный риск изменения стоимости ценных бумаг

Пункт 10 – Случаи Неисполнения Обязательств – Уведомления

- Если это не АДП, ННС должна уведомить о своем желании установить ДДП
 - Уведомление действительно (а) только в такой день, когда коммерческие банки, чьи реквизиты указаны в уведомлениях, адресуемых Нарушившей Стороне, открыты для совершения операций; и (b) только если оно получено до конца рабочего дня (по местному времени).
 - Отличия от понятия “Рабочий День”, используемого по GMRA в других целях
 - В случае вручения после окончания рабочего дня, считается действительным с начала рабочего дня на следующий день, когда коммерческие банки открыты для совершения операций. [п 14].
 - Не дается определения понятию “конец рабочего дня”
 - **Особое Уведомление о Неисполнении Обязательств – п14(с)**
 - Решает проблемы практического характера при направлении уведомлений в чрезвычайных условиях
 - Позволяет ННС обоснованно установить ДДП даже если Уведомление о Неисполнении Обязательств не было вручено
 - Возможно при условии, что до этого были предприняты все возможные усилия, включая использование как минимум двух предписанных способов уведомления
 - Наделяет ННС правом приступить к закрытию

Пункт 10 – Случай Неисполнения Обязательств – механизм закрытия (I)

- Случаи неисполнения обязательств – чрезвычайно важный аспект GMRA
- Ликвидационный неттинг – это одна из основных причин использования структуры “генерального соглашения” наподобие ISDA.
- Если наступает Случай Неисполнения Обязательств и устанавливается Дата Досрочного Прекращения, происходит досрочное истребование по всем сделкам репо, и в Дату Досрочного Прекращения:
 - Покупатель обязан вернуть/предоставить Эквивалентные ЦБ
 - Продавец обязан уплатить Выкупную Цену (рассчитанную вплоть до Даты Досрочного Прекращения)
 - Каждая сторона обязана вернуть любые Маржинальные ЦБ в качестве Эквивалентных Маржинальных ЦИ и погасить Денежную Маржу

Пункт 10 – Случаи Неисполнения Обязательств – механизм закрытия (II)

- Краткий итог: все обязательства по выплате/переводу денежных средств/ценных бумаг становятся срочными к исполнению.
- Каждое обязательство по передаче ценных бумаг аннулируется и заменяется на эквивалентные обязательства по уплате Дефолтной Рыночной Стоимости наличными денежными средствами
- Каждое денежное обязательство конвертируется в Базовую Валюту
- Суммы наличными (включая проценты и требования ННС о возмещении расходов) подвергаются взаимозачету (и аннулируются) с последующей заменой на новую разовую чистую сумму, подлежащую уплате одной стороной в пользу другой стороны.

ALLEN & OVERY



Риск переквалифікації

Риск переквалификации (I)

- Риск признания передачи права собственности на Приобретаемые ЦБ и Маржинальные ЦБ в качестве предоставления обеспечения (security interest).
- Вопросы, вызывающие озабоченность:
 - Обеспечение может оказаться недействительным из-за отсутствия регистрации по законодательству юрисдикции контрагента
 - Контрагент может быть связан внутренними ограничениями на предоставление обеспечения
 - Предоставление обеспечения может представлять собой нарушение положений документов о финансировании, которыми связана сторона
 - Если соответствующий инструмент будет признан обеспечением, его получатель может быть лишен возможности свободно распоряжаться соответствующими активами в течение срока осуществления сделки
 - Получатель может оказаться не в состоянии запустить процесс определения Дефолтной Рыночной Стоимости (т.е. действовать в качестве полноправного собственника), а вместо этого будет обязан передать избыточные активы другой стороне (или ее ликвидатору liquidator)
 - Механизмы досрочного истребования и зачета окажутся неэффективными
 - Вопрос приоритетности требований относительно обеспеченных требований других кредиторов контрагента
 - Формальности при реализации ценных бумаг (направление уведомлений, организация торгов)

Риск переквалификации (II)

- Какое право будет применимо?
 - Право, предусмотренное договором – английское право
 - Законы юрисдикции контрагента – риск переквалификации в рамках процедур несостоятельности по местному законодательству
 - Закон места нахождения имущества (“Lex situs”) – толкование вопросов, касающихся прав вещного характера
- Предметный охват юридических заключений
 - Заключения по английскому праву (true sale) – описание подхода к переквалификации
 - Заключения по местному законодательству:
 - Будет ли перевод ценных бумаг признан обычным переводом и не переквалифицирован?
 - Описание любых формальных требований к обычному переводу.
 - Изменились бы выводы, приведенные в вашем заключении в том случае, если ценные бумаги будут находиться за пределами вашей юрисдикции?
 - Как устанавливается местонахождение ценных бумаг по законодательству вашей юрисдикции

Зоны особого внимания в контексте переквалификации

- Положения, идущие вразрез с неограниченным правом Покупателя на распоряжение Приобретаемыми ЦБ по своему усмотрению, например:
 - обязательство держать такие ЦБ на счете ответственного хранения
 - согласие голосовать в соответствии с указаниями Продавца (подразумевается, что Покупатель не будет их продавать)
 - обязательство нести ответственность за уплату налога на источник купонного дохода с учетом конкретной налоговой позиции Покупателя
 - запреты на передачу или перезакладывание Покупателем
 - если понятие “эквивалентных ценных бумаг” является фикцией (т.е. случаи, когда Приобретаемые ЦБ представляют собой 100% активов такого ISIN)
 - Сделки репо займов и других активов, связанных договорными ограничениями на передачу
- Наличие этих факторов не обязательно окажется фатальным для анализа, но потребует выполнения значительного объема правовой работы по оценке риска



*Структурированные сделки репо –
анализ конкретного примера*

Пример структурированной сделки репо (I)

- Заемщик = кредитное учреждение, предоставляющие крупные ипотечные ссуды, осуществляющее программу секьюритизации ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS)
- С 2005 г. секьюритизированные облигации выпускались исключительно для получения финансирования сделок репо от Европейского центрального банка
- 2010-2011 гг.: ЕЦБ изменил критерии финансирования сделок репо (**среди прочего, к примеру, было введено требование о наличии второго рейтинга**).
- Заемщику, нуждавшемуся в ликвидности, пришлось вывести секьюритизационные облигации из кредитной линии ЕЦБ и заняться поиском других источников финансирования.
- Банк предоставил Заемщику “репо-финансирование” в отношении всех секьюритизированных облигаций, выпущенных двумя траншами.

Пример структурированной сделки репо (II)

- Что же делает эту сделку столь особенной?
- **Вид приобретаемого обеспечения**
 - Банк приобретал 100% от суммы эмиссии
 - Соответственно, невозможно отталкиваться от каких-либо заслуживающих доверия рыночных цен – облигации никогда не торговались и не торгуются.
 - Как определить стоимость для установления маржи?
 - Кроме того, “Эквивалентными ЦБ” могут быть только те же ЦБ, которые являются Приобретаемыми ЦБ – других просто нет. Как это повлияет на анализ вопросов, связанных с переквалификацией?

Пример структурированной сделки репо (III)

- **Комплексная проверка (DD) облигаций** – в рамках сделок репо обычно не проводится
 - Банк провел тщательную проверку секьюритизационных активов и стандартов обслуживания – практически в том же объеме, в котором это было бы сделано Банком, если бы он выступал в качестве Ведущего Менеджера по новой сделке
 - Были выявлены расхождения в ведении бухгалтерского учета, которые необходимо было устранить
- **Дисконт (“Haircut”)** и связанные с ним риски
 - Банк прокредитовал около 75% от текущей рыночной стоимости облигаций (дисконт в размере 25%)
 - Это создает серьезные риски для Заемщика в рамках договоренностей с Банком
 - Чтобы снять эти риски, Банк соглашается на обратный залог некоторой части приобретенных им Ценных Бумаг

Пример структурированной сделки репо (IV)

- **Облигации амортизируются**
 - Определение “Эквивалентных ценных бумаг” включает амортизационные платежи
 - Банк будет направлять часть платежей, которые он получает в счет погашения номинальной стоимости облигаций как держатель облигаций, в счет предварительной оплаты по сделке репо
- **Заемщик требует право на досрочное погашение**
- **Дополнительные основания прекращения:**
 - Отсылка на события неисполнения, как originатора, так и заемщиков
 - Заверения и гарантии в отношении ипотечного пула
 - Снижение рейтинга по сделке секьюритизации

Пример структурированной сделки репо (V)

- Скорее всего Банк не сможет продать облигации – как защитить Банк?
 - Изменения в эмиссионную документацию с целью предоставить держателю облигаций право на досрочное погашение в случае дефолта Заемщика по сделке репо
 - Обеспечение по субординированному кредиту с целью предоставить Банку полный контроль над структурой капитала и возможность прекратить сделку и иметь доступ к ипотечным кредитам для новой сделки секьюритизации
- Право голосования:
 - У Заемщика остается кредитный и рыночный риск по облигациям
 - Необходимость контролировать голосование (риск переквалификации)

Вопросы?

Вышеуказанные слайды являются исключительно презентацией. Сведения, приведенные в презентации, не должны рассматриваться как какие-либо конкретные рекомендации, либо как основание для предоставления каких-либо конкретных рекомендаций без проверки первоначальных источников.

В настоящей презентации "Аллен энд Овери" означает фирму "Аллен энд Овери ЛЛП" и/или ее аффилированных лиц. Термин "партнер" означает участника "Аллен энд Овери ЛЛП", либо работника или консультанта "Аллен энд Овери ЛЛП", имеющего эквивалентный статус или квалификацию, либо лицо, имеющее эквивалентный статус в одном из аффилированных лиц "Аллен энд Овери ЛЛП".