Андрей КОРОЛЕВ,
исполнительный директор Департамента рынков капитала, Совкомбанк

Маргарита САЛАЗКОВА,
руководитель — исполнительный директор Управления проектного финансирования и ГЧП, концессий, Совкомбанк

Секьюритизация ГЧП-проектов

В 2023 году потребность в инвестициях в инфраструктурные проекты, структурируемые на принципах ГЧП (здесь и далее речь идет о концессионных проектах (ФЗ-115) и о ГЧП (ФЗ-224)), будет только увеличиваться. Для сравнения: общий объем коммерческих закрытых ГЧП-проектов в 2022 году составил более 700 млрд рублей[1]. ГЧП-проекты являются капиталоемкими и требуют большого объема «длинных» инвестиций как со стороны финансовых организаций, так и со стороны частных компаний. Инвестиции частного партнера «морозятся» на длительный период путем субординации к кредиту финансирующей организации. Такие тренды и практика позволяют судить о необходимости более активного применения инструментов секьюритизации для рефинансирования обязательств проектных компаний в ГЧП-проектах.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ. МОТИВАЦИЯ К СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Выгода для каждого участника. Емкость рынка ГЧП в России

Под секьюритизацией понимается процесс передачи кредитного риска за счет трансформации малоликвидных активов в публично-долговые инструменты с последующим обращением последних на рынке. Фактически для секьюритизации пригоден любой актив, генерирующий стабильный и прогнозируемый денежный поток. Одновременно необходимо учитывать, что для каждого вида секьюритизируемого актива характерны свои особенности. Применительно к проектам ГЧП, в первую очередь, можно выделить следующие критерии: (1) проекты, вышедшие на эксплуатационную стадию; (2) проекты совокупной стоимостью от 3–5 млрд рублей; (3) проекты с долгосрочным характером денежных требований; (4) одинаково высокий уровень кредитного качества публичных партнеров (при секьюритизации пула проектов); (5) при формиро-

[1] https://rosinfra.ru/files/analytic/document/1a2a971b7067b0838f3e89496629e0cb.pdf.

вании пула проектов — их однородность с точки зрения длительности, денежных потоков, условий документации.

Секьюритизация несет безусловный положительный эффект для всех участников проекта.

Инициатор проекта (Оригинатор, или Первоначальный заемщик). Основное и самое важное преимущество секьюритизации — это изменение соотношения D/E. Корректировка данного показателя приводит к получению кэшаута (cash-out — высвобождение средств из акционерных займов за счет изменения соотношения собственных и заемных средств при рефинансировании первичного кредита с помощью секьюритизации), снижению стоимости фондирования, репутационному эффекту за счет выхода на рынок публичного долга и диверсификации источников такого долга, вывод объектов из залогового периметра якорного кредитора. Можно использовать дополнительные механизмы кредитного усиления (субординация, то есть разная очередность выплат по разным траншам облигаций, залоги в пользу инвесторов, резервный фонд и т. д.), то есть получить инструмент очень высокого кредитного качества.

Банк-организатор (инвестор / первоначальный кредитор) — повышение эффективной доходности за счет снижения давления на капитал (см. указание Банка России 647-П). При секьюритизации Оригинатор снижает давление на капитал за счет удержания только части риска, Инвестор (банк) несет пониженный взвес по старшему траншу за счет наличия покрытия (младший транш, гарантия, кредитная линия и т. д.), при этом младшая рисковая позиция может иметь RWA, равный среднему риск-весу активов, передаваемых Оригинатором в пользу SPV. Для возможности использования описанного подхода Оригинатор может удерживать любые рисковые позиции в размере от 20 до 35 % от ценных бумаг или от базовых активов. Не должно быть обязанности обратного выкупа или замены активов. Нельзя удерживать новые позиции при ухудшении качества базовых активов. Досрочный выкуп (по решению Оригинатора) возможен, только если от первоначального выпуска осталось менее 10 % и т. д.

Публичный партнер — за счет создания новой структуры субординации траншей и описанных выше правовых механизмов, влияющих на снижение давления на капитал потенциальных инвесторов, для государства возможно достижение дополнительного социально-экономического эффекта в виде экономии регулярных денежных платежей из бюджета публично-правового образования, таких как плата концедента.

Рыночный инвестор — инструмент с требуемым кредитным качеством и доходностью для широкого класса рыночных инвесторов. За счет создания более сложной структуры субординации траншей появляется возможность выпускать мезонинные транши с более высокой доходностью, на которые есть высокий спрос среди квалифицированных инвесторов (имеют более высокий риск и повышенную доходность).

Следует отметить, что по своей природе проекты ГЧП обуславливаются потребностью публично правового образования в инфраструктуре, а также в экспертизе частных лиц по управлению такими объектами. Как следствие, подобная совокупность факторов приводит к тому, что основным обеспечительным механизмом качественно структурированных проектов ГЧП является трехстороннее соглашение или прямое соглашение между публичной, частной сторонами и финансирующей организацией. Данное соглашение является юридической основой для связи участников сделки и необходимо в качестве обеспечения, за счет которого может быть погашен долг Инициатора проекта в случае дефолта по кредитному договору, и для регулирования взаимоотношений сторон в иных внештатных ситуациях. В процессе секьюритизации финансирующая организация замещается в трехстороннем соглашении на ПВО для удобства взаимодействия с различными видами новых инвесторов. И при этом сохраняются все обеспечительные механизмы, лежащие в основе прямого соглашения.

ОСНОВНЫЕ ПРЕПЯТСТВИЯ ДЛЯ БОЛЕЕ ШИРОКОГО ПРИМЕНЕНИЯ

Согласие публично-правового образования и первичных кредиторов

Государству секьюритизация всегда может быть обоснована с точки зрения снижения бюджетных обязательств по обслуживанию созданного объекта. Качественная разбивка выпуска на транши позволяет достичь подобного эффекта. На практике публичный партнер довольно охотно соглашается на предлагаемые изменения.

С точки зрения согласия Первичного кредитора ситуация может выглядеть иначе. Финансирующая организация никогда не готова «отпустить» клиента и сделку после ввода в эксплуатацию — существенные риски позади. И если не будет формального согласия на рефинансирование, то проведение сделки становится проблематичным. Часто кредитная документация содержит комиссию за досрочное погашение действующей кредитной линии. В таком случае структуру дополняют коротким бриджем, который позволяет освободить залоговую массу и продолжить трансформацию актива. Такого рода препятствия приводят к удорожанию структуры сделки и отражаются на конечном объеме кэшаута Инициатора проекта и экономии государственных средств.

Снижение стоимости фондирования VS cash-out и вывод проектов из залоговой массы

Не секрет, что фондирование, привлекаемое в инфраструктурные проекты от крупнейших банков, достаточно дешево и улучшить его с помощью секьюритизации не всегда возможно. Однако в противовес снижению ставки кредитования у инициатора проекта могут быть иные стимулы, в первую очередь возможность получения кэшаута.

Соотношение описанных выгод создает стимулы к секьюритизации даже при невозможности достичь существенного снижения стоимости фондирования по сравнению с первоначальным кредитом.

Ликвидность

Выпуски инструментов секьюритизации в настоящий момент не имеют широкой инвесторской базы, спрос на них ограничен довольно узким перечнем имен. Причины этого хорошо известны и кроются в первую очередь в ряде регуляторных особенностей и пробелов, которые хорошо известны всему рынку. Из основных можно выделить отсутствие отдельных лимитов НПФ для (.sf) бумаг, историческая проблема с риск-весами для банковского торгового портфеля (см. Положение Банка России 511-П), что значительно ограничивает их возможности по оперативному управлению портфелем инструментов секьюритизации, и т. д. Мерами повышения ликвидности могли бы стать включение облигаций в ломбардный список Банка России, возможность проведения РЕПО с ЦК и допуск к таким инструментам более широкого круга инвесторов, чего мы пока не видим.

Принимая это во внимание, облигации секьюритизации должны иметь арбитраж с классическими корпоративными облигациями, предлагая более высокую доходность при сравнимом уровне риска. В отсутствие такого арбитража рыночный инвестор будет логично отдавать предпочтение классическим plain vanilla выпускам по сравнению с более сложными для понимания и анализа структурными продуктами. Как организатор и андеррайтер мы участвуем практически во всех основных рыночных размещениях. Можно сказать, что инвесторская база в инструменты секьюритизации растет, но медленнее, чем нам бы хотелось: как правило, финальные книги состоят из почти одинакового перечня имен. Из проводимых нами в процессе размещения опросов видно, что около 70% тех инвесторов, которые не готовы идти в выпуск, ссылаются на отсутствие экспертизы, необходимой для анализа инструментов секьюритизации. Ситуация парадоксальна тем, что дополнительные элементы кредитного усиления таких выпусков скорее вызывают у некоторых инвесторов страхи 2008 года, нежели привлекают дополнительный спрос.

На текущем этапе развития рынка решением данной проблемы является привлечение к структурированию проекта организаторов, имеющих требуемый опыт и компетенции в такого рода сделках. Как правило, это крупные банки, обладающие собственной экспертизой в ГЧП, проектном и структурированном финансировании. Такие организаторы часто являются первичным кредитором в соответствующем проекте и мотивированы к секьюритизации, например, возможностью снизить давление на капитал за счет трансформации кредита в ценную бумагу с более низким RW.

Дополнительными стимулами для банка — первичного кредитора является возможность расторговать часть риска в рынок, создать новый продукт для собственной инвесторской базы, в том числе за счет выпуска мезонинных траншей, имеющих более высокую доходность при понятном уровне риска. Например, в сделке СФО Русол-1, где Совкомбанк выступил организатором, транш Б был полностью размещен среди частных клиентов банка (wealth management).

Кроме того, банк-организатор, как правило, может выступить якорным инвестором в старший транш облигаций как при секьюритизации собственных кредитов, так и при организации рефинансирования кредитов третьих банков. Во втором случае организатор также может выступить в качестве провайдера бридж-кредитования, создавая таким образом возможность выпуска классических корпоративных облигаций в рамках классической секьюритизации, принимая на себя роль оригинатора, или структурных облигаций, что может дать дополнительные возможности для структурирования конкретной сделки.