Андрей МУРЫГИН,
партнер, Линклейтерз СНГ

Проектные облигации: новые возможности и вызовы

Рынок проектных (инфраструктурных) облигаций с неизбежностью будет расти в России по мере увеличения рынка проектного финансирования и роста заинтересованности институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний и пр.) в долгосрочном финансировании создания и модернизации объектов инфраструктуры посредством участия в размещении облигаций проектных компаний.

КОНЦЕПЦИЯ ПРОЕКТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Проектные облигации в международной практике означают сложнообеспеченные облигации, которые предоставляют инвесторам права (обеспечение) в отношении активов долгосрочного инвестиционного (инфраструктурного) проекта и доходов от него и при этом, как правило, предусматривают ограничение объема взыскания такими активами и доходами (limited recourse).

На российском рынке понятие инфраструктурных облигаций часто использовалось применительно к обычным корпоративным облигациям, если по условиям облигаций средства от их размещения просто были предназначены для какого-то инфраструктурного проекта компании-эмитента и при этом никаких прав в отношении такого проекта и составляющих его активов и доходов у инвестора не возникало. Строго говоря, такие корпоративные облигации не вполне укладываются в концепцию проектных облигаций. Настоящие инфраструктурные, или проектные, облигации должны в той или иной форме давать инвесторам в случае дефолта возможность получить контроль либо над проектом (проектной компанией), либо над доходом от эксплуатации, либо в крайнем случае (при срыве проекта) над какими-то компенсационными платежами, если они предусмотрены концессионными или иными соглашениями.

В последние годы в законодательство были внесены значительные изменения, которые предоставляют довольно много инструментов для конструирования сложных проектных облигаций. Появилась возможность использовать механизм облигаций с залоговым обеспечением, для того чтобы дать инвесторам (представленным ПВО) необходимые рычаги для возврата задолженности эмитента, а равно и для получения прав контроля в процессе

управления проектом и прав участия в доходах от него. О некоторых из этих инструментов, необходимых для структурирования проектных облигаций и обеспечения интересов инвесторов, мы и поговорим в этой статье и затронем их преимущества и сохраняющиеся правовые недоработки.

ВИДЫ И ПРАВОСПОСОБНОСТЬ ЭМИТЕНТОВ

Традиционно в отечественных концессионных проектах и в иных сделках проектного финансирования в качестве проектных компаний, осуществляющих строительство или модернизацию, а также эксплуатацию проекта и привлечение финансирования, используются обычные ООО. Однако с недавних пор появился отечественный аналог международного Special Purpose Vehicle (SPV) — специализированное общество проектного финансирования (СОПФ) и специализированное финансовое общество (СФО). У этих специализированных обществ изначально установлен высокий уровень защиты от банкротства (ring fencing), который достигается с помощью особого порядка банкротства (с согласия владельцев «старших» облигаций и по инициативе их ПВО), а также с помощью следующих дополнительных мер. Этим специализированным обществам законодательство прямо разрешает включать в любые договоры с кредиторами и в условия выпуска обеспеченных залогом облигаций, во-первых, положения о том, что в случае недостаточности средств от обращения взыскания на предоставленное обеспечение требования кредиторов и владельцев облигаций считаются погашенными, и во-вторых, что до наступления указанных в документации облигаций условий (например, до полного погашения требований владельцев облигаций) не допускается предъявление заявлений о признании эмитента банкротом (non-petition). Включение таких условий важно для выпуска проектных облигаций и получения высокого рейтинга ценных бумаг.

В отличие от обычных проектных компаний, СОПФ и СФО имеют ограниченную Законом «О рынке ценных бумаг» правоспособность. В частности, СОПФ предназначен для финансирования долгосрочных (свыше трех лет) инвестиционных проектов и выпуска «облигаций, обеспеченных денежными требованиями и иным имуществом». Способы финансирования также перечислены в законе: (а) приобретение денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, «созданного» в результате осуществления такого проекта, (б) приобретение прав требования, возникающих в связи с оказанием услуг, производством и (или) выполнением работ при использовании имущества, «созданного» в результате осуществления такого проекта, а также (в) приобретение иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта.

Хотя понятие инвестиционного проекта не определено в законе и позволяет довольно широко его толковать для охвата любых потенциальных инфраструктурных проектов, в указанном описании правоспособности СОПФ законодатель довольно неудачно ограничил modus operandi СОПФ моделью, по сути, секьюритизационного финансирования, предполагающей приобретение прав требования, связанных с проектом. Это явно не исчерпывает все возможные способы вложения СОПФ средств от размещения облигаций в проект, но создает определенные трудности при структурировании проектных облигаций на практике. В частности, не хватает прямого указания на право СОПФ финансировать проект путем предоставления займа проектной компании под залог ее активов. Это довольно востребованная схема финансирования на рынке, и есть попытки ее использования в сделках с участием СОПФ. Представляется, что после поправок в ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг, прямо разрешающих СОПФ выступать «участником синдикатов кредиторов» для целей законодательства о синдицированном займе, было бы логично считать, что СОПФ вправе выдавать не только синдицированные, но и двусторонние обеспеченные займы. Но лучше было бы добавить прямое пояснение в закон на эту тему, как это сделано в ст. 15.1 для СОПФ, которыми полностью владеет ВЭБ.РФ или Российская Федерация. Помимо этого недостатком нынешней модели финансирования путем приобретения требований является то, что она ограничивается требованиями по обязательствам, связанным с «созданием» или эксплуатацией «созданного» имущества либо приобретением имущества, необходимого для осуществления проекта. «Создание» объектов при строгом толковании указывает только на строящиеся проекты greenfield и прямо не охватывает

В ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО БЫЛИ ВНЕСЕНЫ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ, КОТОРЫЕ ПРЕДОСТАВЛЯЮТ ДОВОЛЬНО МНОГО ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ КОНСТРУИРОВАНИЯ СЛОЖНЫХ ПРОЕКТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

(а) проекты модернизации или реконструкции существующих объектов (проекты brownfiled) и систем техобслуживания существующих объектов, (б) финансирование эксплуатации уже действующих объектов проекта, а также (в) такую важную часть цикла проектного финансирования, как рефинансирование проекта, которое может потребоваться при истечении сроков первоначального финансирования или при улучшении рыночной конъюнктуры (понятно, что рефинансирование и улучшение уровня рентабельности проекта не предполагает «создание» нового имущества). Наконец, не менее существенной неясностью регулирования СОПФ является отсутствие прямых норм в законодательстве о том, что они могут быть стороной концессионных проектов и соглашений ГЧП. Эта неопределенность влияет на готовность участников рынка заявлять специализированные компании в соответствующие тендеры. Будем надеяться, что все эти недостающие элементы правоспособности СОПФ будут в той или иной форме добавлены в готовящийся законопроект о внесении изменений в отдельные законодательные акты (Закон об РЦБ, Закон «О концессиях» и Закон о ГЧП) в целях совершенствования механизма ГЧП.

В отличие от СОПФ, СФО изначально было предназначено для сделок секьюритизации финансовых активов, а не для проектного финансирования. Поэтому у СФО еще более ограниченная правоспособность, чем у СОПФ, и в организационном плане такой эмитент не может иметь сотрудников, совет директоров и должен управляться сторонней управляющей компанией, поскольку не предполагается осуществление никакой физической операционной или управленческой деятельности, кроме приобретения портфелей финансовых активов и выпуска облигаций. Несмотря на это, использование СФО в сделках проектного финансирования (то есть для выпуска проектных облигаций) все же представляется возможным в тех проектах, где проектная компания уже существует в форме обычного ООО и требуется финансировать ее деятельность через заем от СФО, обеспеченный активами проекта и доходами от него. С 2018 года СФО получили возможность выпускать новый вид ценных бумаг — структурные облигации. При этом законодательство прямо разрешает СФО при выпуске структурных облигаций выдавать займы и не требует, чтобы во всех случаях СФО приобретало какие-нибудь права требования или иные финансовые активы, как это нужно, если СФО используется в режиме секьюритизации.

РАЗНОВИДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ

При подготовке выпуска проектных облигаций чаще всего удобно использовать формат обычных обеспеченных облигаций, которые может выпускать как проектная компания в виде обыкновенного ООО, так и СОПФ.

Однако есть возможность применения и новой конструкции структурных облигаций, которая стала доступна для СФО с октября 2018 года. Структурные облигации по своей природе предполагают определенный деривативный элемент, отсутствие полной защиты капитала (то есть в ряде случаев эмитент вправе заплатить владельцам меньше номинала) и должны предусматривать совершение выплат, привязанных к разрешенным и признаваемым законом базовым активам сделок ПФИ. Одним из таких разрешенных базовых активов для выплат по структурным облигациям является риск кредитного дефолта (неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательства третьим лицом). Данный базовый актив хорошо сочетается с займом, который может быть предоставлен СФО проектной компании. Тем самым инвесторы несут кредитный риск проектной компании как напрямую в силу условий выплат по облигациям, так и посредством получения залога в отношении прав требования по займу.

Представляется, что эти особенности позволяют использовать СФО для выпуска проектных облигаций в форме структурных облигаций, обеспеченных залогом прав по займу, выданному проектной компании под залог ее долей, активов и прав по концессии, ГЧП или иному инвестиционному соглашению. Этот подход также имеет то преимущество, что заем можно обеспечить залогом большего набора активов проектной компании, чем разрешено для облигаций с залоговым обеспечением. В настоящее время готовятся выпуски проектных облигаций с использованием механизма структурных облигаций и последующего обеспеченного займа в пользу проектной компании.

РАЗНОВИДНОСТИ ПОКРЫТИЯ

Основным обеспечением проектных облигаций помимо разного рода поручительств и гарантий является залог. Закон предусматривает, что предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги, недвижимость и денежные требования по обязательствам. На рынке уже имеется положительный опыт выпуска проектных облигаций, которые были обеспечены залогом прав по концессионным соглашениям (первой такой сделкой стал выпуск ООО «Магистраль двух столиц» в 2015 году облигаций с залоговым обеспечением для финансирования проекта строительства и эксплуатации двух участков платной скоростной трассы М11 Москва — Санкт-Петербург, реализуемого на основании концессионного соглашения). Однако подготовка таких выпусков выявила явную недостаточность перечня законодательно разрешенных залоговых активов. В частности, разрешая залог акций и иных ценных бумаг, закон умалчивает о залоге долей в ООО. Между тем проектные компании чаще всего создаются именно в этой форме. Также в проектном финансировании имеет большое значение залог неденежных требований по некоторым ключевым договорам, таким как договор строительного подряда (EPC contract) или права по договорам поставки. Поскольку в финансировании таких проектов нередко используется комбинация кредитного финансирования от банков и облигационного финансирования, то возникает ситуация, когда при внешнем равенстве ранга залоговых прав кредитующих банков и владельцев облигаций фактически банки получают больше активов в залоговое обеспечение, чем инвесторы, которым эмитент при всем желании не может предоставить залог в отношении активов, не поименованных в нормах об облигаци-

ях с залоговым обеспечением. Данный вопрос обсуждался регулятором, и на сайте ЦБ РФ еще в 2015 году были размещены проекты указания, расширяющего перечень имущества, которое может быть предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением. К сожалению, это указание пока не принято, что сужает возможности для создания в пользу владельцев залогового обеспечения в отношении полного спектра активов проектной компании.

Хотелось бы также обратить внимание на некоторые дополнительные инструменты обеспечения интересов инвесторов, не связанные с поручительством, гарантией и залогом.

К таким инструментам относится так называемое «прямое соглашение» между концедентом (государственным партнером), проектной компанией и ее кредиторами — распространенная конструкция в концессионных отношениях. Прямые соглашения обязательны по Закону о концессиях и Закону о ГЧП в случае создания залога в отношении прав по концессионному соглашению/соглашению ГЧП. Статус и механизм заключения прямого соглашения владельцами облигаций, однако, не урегулированы в законодательстве о рынке ценных бумаг. Прямые соглашения традиционно являются способом снижения рисков кредиторов в международном проектном финансировании. Они позволяют стабилизировать контрактную структуру проекта, ограничивая право контрагентов заемщика (проектной компании) на расторжение договора и предъявление иска о банкротстве заемщика, а также позволяют кредиторам сменить заемщика, сохранив наиболее важных контрагентов. Представляется, что механизм заключения прямых соглашений между владельцами облигаций и основными контрагентами эмитента будет полезен для улучшения условий выпуска проектных облигаций и защиты интересов держателей облигаций. В этом отношении имеется положительный опыт подписания таких прямых соглашений с участием ПВО в интересах владельцев и последующим раскрытием условий данного соглашения в Решении о выпуске облигаций.

Другим примером незалоговой защиты интересов владельцев облигаций являются межкредиторские соглашения. В определенном объеме они разрешены ГК РФ и могут применяться для согласования интересов разных групп кредиторов проектной компании. Они становятся особенно актуальными, если проектная компания привлекает финансирование от нескольких банков по нескольким кредитным договорам одновременно с выпуском проектных облигаций и при этом указанные кредиторы являются созалогодержателями в отношении одних и тех же прав требования или имущества. Во избежание неразберихи при взаимодействии с заемщиком (эмитентом) в ходе реализации проекта, а также в ситуации дефолта разные группы кредиторов могут закрепить свои договоренности о порядке совместных действий в межкредиторском соглашении. В интересах владельцев оно может быть подписано ПВО. При этом факт существования и основные условия межкредиторского соглашения должны быть раскрыты в Решении о выпуске облигаций.

Завершить обсуждение незалоговой защиты интересов инвесторов хотелось бы, указав на еще один инструмент, обеспечивающий структурную гибкость и одновременно четкую градацию прав кредиторов различных групп. Речь идет о возможности эмиссии нескольких выпусков нескольким группам инвесторов и субординации различных выпусков между собой, а также по отношению к кредитным договорам и к иным договорным обязательствам эмитента, обеспеченным одним и тем же залоговым покрытием. Такая субординация признается законом и может служить важным средством для защиты интересов «старших» групп кредиторов по отношению к более «младшим» кредиторам.

С позитивной стороны хотелось бы отметить, что большинство указанных элементов залогового и незалогового покрытия, а также субординация различных выпусков облигаций и кредитных обязательств уже использовались в первых российских выпусках сложнообеспеченных проектных облигаций (например, в облигациях ООО «Магистраль двух столиц»).

В целом, имеющийся правовой инструментарий позволяет структурировать достаточно комплексные проектные облигации. При этом остается потребность в ряде точечных улучшений существующего регулирования, в том числе вопросов правоспособности СОПФ и расширения перечня активов, которые могут быть предметом залога облигаций с залоговым обеспечением. Остается надеяться, что указанные улучшения в скором времени будут учтены регулятором и законодателями в готовящихся поправках к законодательству.

НА РЫНКЕ УЖЕ ИМЕЕТСЯ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ОПЫТ ВЫПУСКА ПРОЕКТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, КОТОРЫЕ БЫЛИ ОБЕСПЕЧЕНЫ ЗАЛОГОМ ПРАВ ПО КОНЦЕССИОННЫМ СОГЛАШЕНИЯМ