Елизавета ЮСИПОВА,
директор проекта, департамент инфраструктурных проектов и государственно-частного партнерства, Газпромбанк

Опыт первой секьюритизации ГЧП в России

29 декабря 2017 года на Московской бирже прошла дебютная на российском рынке сделка секьюритизации траншевых инфраструктурных облигаций, где в качестве залогового обеспечения выступают права денежного требования по проектам государственно-частного партнерства (ГЧП). Эмитентом выпуска с объемом старшего транша около 1.8 млрд руб. выступило ООО «Специализированное финансовое общество "Социальная инфраструктура 1" (СФО СИ1). Оригинатором сделки стал Газпромбанк. Ставка купона старшего транша составляет 9% годовых и выплачивается ежеквартально, при этом предусмотрено частичное погашение по усмотрению эмитента в любой момент времени[1].

До настоящего момента на рынке присутствовали облигации, выплаты по которым привязаны к денежным потокам (требования) тех или иных инфраструктурных объектов на основе концессионных соглашений (КС) или соглашений о ГЧП (СГЧП), но все они выпускались через стандартные общества с ограниченной ответственностью по принципу «один объект — один эмитент» и были структурированы без обособления денежного потока, а поручительства/гарантии обеспечивались третьими лицами (если таковые были). В отличие от сложившейся практики, СФО СИ1 включает в себя денежные потоки по 21 инфраструктурному объекту, на основе трех региональных СГЧП, которые на момент выпуска введены в эксплуатацию в соответствии с требованиями действующего законодательства. Объектами выступили 14 зданий дошкольных учреждений в Томской области; две школы, четыре дошкольных учреждения и одна автодорога (7.7 км) в г. Санкт-Петербург.

СТРУКТУРА СДЕЛКИ

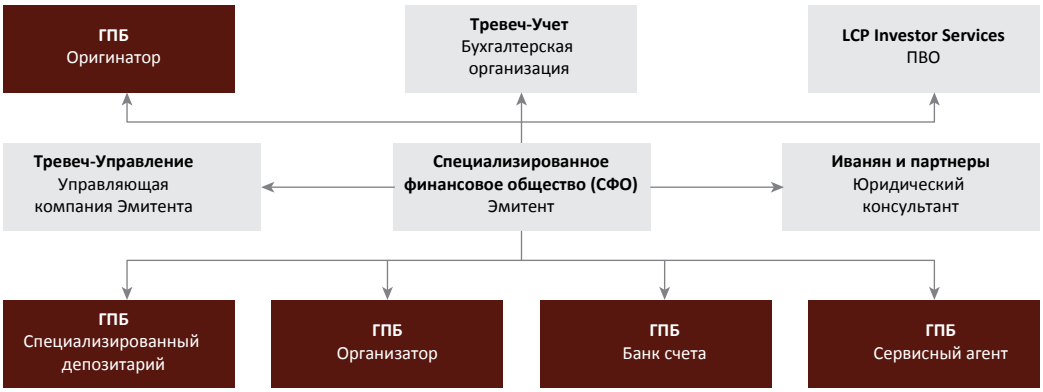
В состав залогового обеспечения вошли права требования по следующим проектам.

1. Проекты ГЧП в г. Санкт-Петербурге

– Кредитное соглашение, заключенное в рамках финансирования проекта по соз-

[1] Структура сделки со всеми участниками представлена на Рисунке 1.

Рисунок 1. **Участники сделки СФО «Социальная инфраструктура 1»**



данию и эксплуатации на основе ГЧП автомобильных дорог на территории жилого района «Славянка» Пушкинского района Санкт-Петербурга.

– Кредитное соглашение, заключенное в рамках финансирования проекта создания и эксплуатации на основе ГЧП зданий, предназначенных для размещения образовательных учреждений на территории кварталов I, III, VI жилого района «Славянка» Пушкинского района Санкт-Петербурга.

Между ООО «СлавДорСервис» (частным партнером) и субъектом Российской Федерации — городом федерального значения Санкт-Петербургом (публичным партнером) были заключены СГЧП путем проведения открытого конкурса в соответствии с законом Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах» от 20.12.2006 г. № 627-100.

На основании соглашений о ГЧП частный партнер принял на себя обязательства по созданию и последующему техническому обслуживанию (содержанию) следующих объектов социальной инфраструктуры:

- два здания общеобразовательных учреждений по 825 мест;
- четыре дошкольных образовательных учреждения по 210 мест;
- автомобильные дороги общей протяженностью около 7.7 км.

По состоянию на дату эмиссии облигаций все объекты образования и автомобильные дороги введены в эксплуатацию в соответствии с требованиями законодательства.

В соответствии с условиями соглашений о ГЧП между публичным и частным партнерами были заключены договоры купли-продажи созданных объектов, по условиям которых осуществляются регулярные платежи в адрес ООО «СлавДорСервис».

По условиям соглашения о создании и эксплуатации на основе ГЧП зданий, предназначенных для размещения образовательных учреждений на территории кварталов I, III, VI жилого района «Славянка» Пушкинского района Санкт-Петербурга, ООО «СлавДорСервис» осуществляет техническую эксплуатацию объектов после их ввода в эксплуатацию, в то время как образовательные услуги оказывают муниципальные учреждения г. Санкт-Петербурга.

ООО «СлавДорСервис» со стороны г. Санкт-Петербурга обеспечена компенсация затрат на создание объекта, в том числе профинансированных за счет заемных средств через выплаты по договорам купли-продажи объектов с рассрочкой платежа.

При этом дополнительно следует отметить, что платежные обязательства г. Санкт-Петербурга по заключенным в соответствии с федеральным законом от 05.04.2013 г. № 44-ФЗ «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд» договорам купли-продажи объектов с рассрочкой платежа не зависят от действия соглашений о ГЧП. В частности, досрочное расторжение (прекращение) или иное действие, направленное на лише-

ние соглашений о ГЧП юридической силы, само по себе не влечет прекращения обязательств г. Санкт-Петербурга по выплате выкупных платежей.

ПРОЕКТЫ ГЧП В ТОМСКОЙ ОБЛАСТИ

Закладные, удостоверяющие права требования по 14 кредитным соглашениям, заключенным между Газпромбанком и ООО «Соцсфера Томской домостроительной компании», были реализованы в рамках финансирования проекта строительства, оснащения и эксплуатации 15 зданий для размещения дошкольных учреждений на территории девяти муниципальных образований Томской области (в городах Томске, Северске, Стрежевом, Александровском районе, Верхнекетском районе, Каргасокском районе, Кожевниковском районе, Первомайском районе, Томском районе).

Между ООО «Соцсфера Томской домостроительной компании» (частный партнер) и Департаментом общего образования Томской области совместно с девятью муниципальными образованиями Томской области (публичный партнер) заключено соглашение о ГЧП путем проведения открытого конкурса в соответствии с законом Томской области «О государственно-частном партнерстве в Томской области» от 04.12.2008 г. № 764.

На основании СГЧП частный партнер принял на себя обязательства по созданию и последующему техническому обслуживанию (содержанию) 15 зданий для размещения дошкольных учреждений. Образовательные услуги оказываются муниципальными учреждениями, на территории которых расположены объекты.

Возврат инвестиций осуществляется на основании заключенных во исполнение СГЧП государственных контрактов на приобретение объектов дошкольного образования муниципальными образованиями. При этом Томская область предоставляет бюджетные ассигнования бюджетам муниципальных образований для финансирования их расходных обязательств по выкупу объектов.

ГЧП ИЛИ КОНЦЕССИЯ

Проекты, которые вошли в периметр облигационного выпуска, были реализованы на базе регионального законодательства. В настоящий момент проекты ГЧП в социальной сфере могут быть реализованы на основании федерального закона от 21.07.2005 г. № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (далее — Закон о концессиях), а также федерального закона от 13.07.2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Закон о ГЧП).

При этом по Закону о концессиях целевую эксплуатацию (например, оказание услуг образовательных, медицинских услуг) должен осуществлять в полном объеме концессионер (частный партнер/застройщик), что прямо следует из Закона о концессиях (ч. 1 ст. 1, ч. 1 ст. 3). Оказание концессионером только технического обслуживания и части услуг по функциональной эксплуатации противоречит действующему законодательству о концессионных соглашениях и целям реализации таких проектов.

Концедент, как правило, не заинтересован в передаче частным лицам данных функций, что приводит к появлению в проекте государственных учреждений на стороне концессионера. При этом ответственность за целевую эксплуатацию и действия любых третьих лиц на стороне концессионера возложена на концессионера (п. 1 и 2 ч. 1 ст. 8).

Таким образом, у концессионера возникает риск привлечения к ответственности и (или) досрочного расторжения соглашения вследствие некачественной функциональной эксплуатации, осуществляемой учреждением. Такой подход создает существенные риски для устойчивости проекта.

В то же время Закон о ГЧП позволяет структурировать проекты без целевой эксплуатации, в которых частный партнер обязан создать объект и осуществлять его последующее техническое обслуживание. Техническая эксплуатация объектов капитального строительства входит в компетенцию застройщика и существенно снижает риски досрочного расторжения соглашения.

Поэтому структурирование проектов создания социальных объектов по Закону о концессиях ставит возврат средств концессионера в зависимость от действий государственных учреждений. В случае секьюритизации риск невозврата будет переходить на инвесторов проекта (владельцев облигаций).

СТРУКТУРА ВЫПУСКА

Любая секьюритизация должна отвечать четырем базовым требованиям:

(1) обособленность от кредитного риска оригинатора (bankruptcy remoteness);

(2) действительность продаж (true sale);

(3) однородность пула;

(4) транширование (субординирование/кредитное усиление).

Обособленность кредитного риска. Выпуск облигаций был структурирован через специализированное финансовое общество, единственным участником которого является некоммерческий фонд, который не аффилирован ни с частным партнером, ни с Газпромбанком. Такая структура уставного капитала СФО СИ1 позволяет максимально приблизиться к статусу «сиротской» компании, который достигается в сделках секьюритизации через голландские фонды — штихтинг.

Деятельность СФО регулируется в РФ иным образом, нежели обычное ООО, и имеет ряд преимуществ в части налогового учета и накопления убытков.

СФО СИ1 обладает специальной правоспособностью, ограниченной федеральным законом от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ) и уставом, а именно:

• целями и предметом деятельности СФО являются приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств (денежные требования), в том числе удостоверенных ценных бумагами (закладными), и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований;

• СФО СИ1 не имеет штата сотрудников и не вправе заключать трудовые договоры;

• полномочия единоличного исполнительного органа СФО СИ1 в силу требований Закона о РЦБ переданы независимой управляющей организации (ООО «Тревеч-Управление»);

• ведение бухгалтерского и налогового учета передано независимой коммерческой организации (ООО «Тревеч-Учет»);

• организацией, обслуживающей денежные требования, в том числе удостоверенные закладными (сервисным агентом), а также банком залогового счета и лицом, осуществляющим учет реестра залогового обеспечения, является оригинатор.

Как было отмечено выше, в пуле активов присутствуют как закладные, так и права требования по кредитным договорам, которые и позволили использовать форму специализированного финансового общества, а не ипотечного агента, поскольку в состав залогового обеспечения по облигациям, которые выпускает специализированное финансовое общество, должны входить именно денежные требования, и дополнительно может входить иное имущество, в том числе закладные (ценные бумаги).

Действительность продаж. Переуступка прав требований и продажа закладных в СФО была произведена с соблюдением всех необходимых корпоративных процедур. СГЧП не содержали оговорок, ограничивающих продажу/переуступку. Изначально кредитные договоры с застройщиком, реализующим проекты по строительству дошкольных учреждений на территории Томской области, не предусматривали возможность переуступки прав требований, но соответствующие изменения были внесены. Юридическим консультантом, предоставившим заключение по сделке, выступил московский офис адвокатского бюро «Иванян и партнеры».

Однородность и множественность активов. Наличие в качестве обеспечения пула однородных по своей природе активов значительно повышает устойчивость сделки, ведь утрата одного или нескольких активов не сможет разрушить выплаты по старшему траншу. В сделках секьюритизации ипотечных или автокредитов количество кредитов может достигать 5–10 тыс. Такой диверсификации невозможно достичь в сделках ГЧП, но, с другой стороны, сами инфраструктурные объекты имеют более капитальную (устойчивую) природу, а платежи по ним производят субъекты РФ. В этой сделке впервые удалось объединить 20 капитальных объектов, которые имеют одинаковое функциональное назначение — образовательные услуги. Все объекты имеют страховое покрытие от физической утраты в пользу СФО.

Все закладные были проверены в оригиналах, перемещены на хранение в специализированный депозитарий Газпромбанка и поставлены на депозитарный учет.

Транширование. Облигации были размещены в рамках одного (единственного) выпуска, обеспеченного залогом денежных

требований, в том числе удостоверенных закладными.

Согласно указанию Банка России № 3309-У от 07.07.2014 г. «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования» (далее — Указание), использование формы СФО подразумевает принятие 20% риска по облигациям с залоговым обеспечением со стороны первоначального или последующего кредитора (например, путем приобретения младшего транша, или формирования резервного фонда путем предоставления кредита, кредитной линии или иной финансовой помощи, или иным способом, который допускается Указанием).

В российской практике одним из распространенных способов кредитного усиления является выпуск младшего транша или субординированного кредита. Такая форма кредитного усиления требует отвлечения значительного капитала с высокой вероятностью нулевого дохода. В случаях, когда оригинатор сделки имеет невысокий кредитный рейтинг, такая форма является безальтернативной. Так как кредитный рейтинг Газпромбанка высокий, 20%-ное кредитное усиление было осуществлено через пут-опцион (для СФО) с правом реализовать обратно в адрес Газпромбанка не менее 20% дефолтных денежных требований, в том числе удостоверенных закладными. Номинал пут-опциона «амортизируется» пропорционально амортизации старшего транша.

При этом резервный фонд в данной сделке предусмотрен только на непредвиденные расходы и составляет незначительную величину от объема выпуска — всего 500 тыс. руб.

Такая «форма» младшего транша позволила существенно снизить затраты оригинатора на сделку, но при этом она будет накладывать ограничения на потенциальный кредитный рейтинг сделки — не выше рейтинга продавца пут-опциона.

Другим ограничением для рейтинга облигаций (условно — «старший» транш) будут кредитные рейтинги субъектов Российской Федерации как регионов деятельности должников по денежным требованиям, в том числе удостоверенным закладными, и как публичных партнеров в ГЧП — г. Санкт-Петербург и Томская область.

ВЗГЛЯД ИНВЕСТОРОВ

Российские институциональные инвесторы испытывают дефицит облигаций с длинной дюрацией и с прогнозируемым кредитным риском на весь срок на «входе» в сделку. В настоящий момент сложно составить диверсифицированный портфель с фиксированным купоном и с дюрацией выше трех лет. На сроках более пяти лет инвестору доступны только ОФЗ и не более 10 качественных заемщиков, где кредитные спреды сузились до исторических минимумов. А количество качественных эмитентов, готовых предложить инвесторам «длинные» ставки, вряд ли будет быстро расти. Можно сказать, что на рынке уже присутствуют все возможные компании.

Инфраструктурные объекты могут предложить более привлекательные спреды к ОФЗ и стабильный денежный поток, который способен обеспечить приемлемый кредитный риск на всем сроке жизни облигации.

Возможно, данный выпуск и не будет иметь длинной дюрации, но он является примером того, что долго считалось невозможным на российском рынке — впервые удалось обособить и секьюритизировать денежный поток инфраструктурного объекта через СФО и сделать экономику сделки привлекательной как для оригинатора, так и для потенциального инвестора.