Илья БАРЕЙША,
адвокат, старший юрист, адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

Михаил АНТОНИКОВ,
исполнительный директор департамента инструментов долгового рынка, Газпромбанк

Инфраструктурные облигации «ГПБ Аэрофинанс»: уникальные характеристики сделки

30 марта 2017 года на Московской бирже завершилось размещение первого на российском рынке выпуска проектных облигаций, обеспеченных залогом прав требования по договору займа. Заем, в свою очередь, обеспечен гарантией Швейцарского государственного экспортного агентства (SERV).

Эмитентом выпуска выступила специально созданная дочерняя компания Газпромбанка — ООО «ГПБ Аэрофинанс». Объем размещения составил 9.1 млрд руб. Срок обращения — 13 лет. Ставка купона — 9.67% годовых, фиксированная на весь срок обращения.

Организатором выпуска выступил Газпромбанк, юридическим консультантом по российскому праву стало адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры».

Сделка состояла из двух частей: кредитной, связанной с финансированием внешнеторгового контракта, и облигационной, обеспечивающей фондирование указанного кредита.

Экспортный кредит с покрытием от SERV был выдан Gazprombank (Switzerland) Ltd. (швейцарский дочерний банк Газпромбанка) для реализации инфраструктурного проекта по поставке двухэтажных пассажирских вагонов швейцарской компании «Штадлер». Вагоны предназначены для эксплуатации ООО «Аэроэкспресс» на маршрутах между железнодорожными вокзалами в г. Москве и аэропортами в Московской области.

Проект с самого начала планировался как фондируемый за счет выпуска облигаций с гарантией SERV на локальном публичном долговом рынке. Подобные сделки по организации рефинансирования через выпуск облигаций с участием экспортных кредитных агентств (ЭКА) достаточно редки

для внешних рынков (банки и ЭКА только начинают использовать данный инструмент привлечения средств) и беспрецедентны для локального рынка.

Мы хотели создать долгосрочный инструмент, обеспечивающий владельцам высочайшее кредитное качество (за счет гарантии SERV — кредитные рейтинги Швейцарии AAA/Aaa/AAA). Доходность облигаций, предполагающая хорошую премию к ОФЗ, в сочетании с высокой надежностью делала их привлекательными для инвесторов.

СТРУКТУРА СДЕЛКИ

В самом упрощенном виде схему сделки можно представить следующим образом.

- Gazprombank (Switzerland) Ltd. выдал кредит для финансирования проекта поставки двухэтажных пассажирских вагонов.
- ООО «ГПБ Аэрофинанс» (эмитент облигаций) как кредитор заключило договор займа с Gazprombank (Switzerland) Ltd. для организации рефинансирования кредита.
- SERV выдал гарантию рефинансирования в качестве обеспечения по займу.
- ООО «ГПБ Аэрофинанс» выпустило облигации, обеспеченные правами требования по займу и договору залогового счета (права по гарантии SERV «следовали» за залогом прав по самому займу).
- ООО «ГПБ Аэрофинанс» использовало полученные от размещения облигаций средства для предоставления займа Gazprombank (Switzerland) Ltd.

ОСНОВНЫЕ СТРУКТУРНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ

Данная сделка имела ряд ограничений, с учетом которых осуществлялось структурирование.

1) Три разных юрисдикции. Кредитная документация была подчинена английскому праву, страховое покрытие и гарантия по займу от SERV — швейцарскому праву, облигационная часть и договор займа, права по которому обеспечивают облигации, — российскому праву.

Отдельные части документации по сделке, подчиненные праву различных юрисдикций, необходимо было эффективно увязать между собой.

2) Требования SERV. После серии переговоров SERV подтвердил готовность выдачи страхового покрытия по кредиту и гарантии в рублях. Данная сделка, кстати, стала первым прецедентом принятия иностранным экспортным агентством рублевого риска и использования российских рублей для организации финансирования и расчетов.

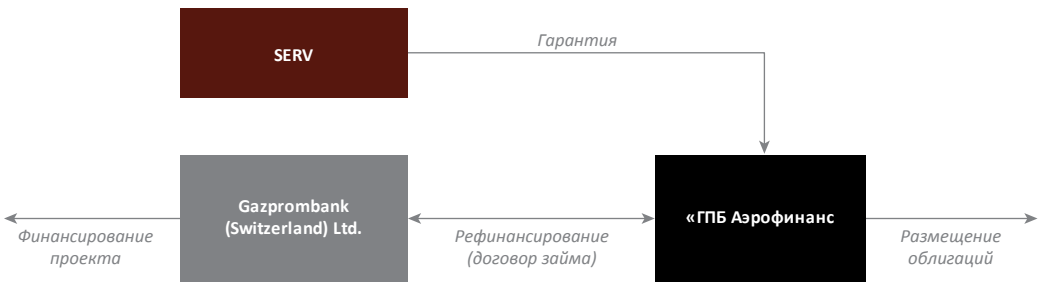
При этом Швейцарское ЭКА не было готово выступать поручителем по облигациям, так как это повлекло бы обязанность раскрывать информацию о SERV как поручителе по российским стандартам раскрытия.

Кроме того, в случае дефолта SERV предпочитал не исполнять обязанности по предоставленной гарантии в отношении каждого владельца облигаций отдельно, а иметь дело с одним институтом (представителем).

В дополнение, срок для предъявления требования по гарантии в соответствии с регламентами SERV ограничен 30 днями.

Таким образом, нам нужно было разработать структуру выпуска облигаций, предусматривающую в случае дефолта эмитента по облигациям безусловную и оперативную передачу владельцам облигаций (в лице их представителя) прав по гарантии SERV и дающую возможность представителю владельцев облигаций (ПВО) в установленные

Рисунок 1. **Структура сделки**



сроки направить требование к Швейцарскому ЭКА, получить выплату по гарантии и обеспечить погашение облигаций.

3) Зависимость выплат по облигациям от выплат по договору займа. Поскольку полнота и своевременность платежей по облигациям в абсолютной мере зависят от полноты и своевременности обслуживания долга по договору займа между эмитентом и Gazprombank (Switzerland) Ltd., перед нами стояла задача не только синхронизировать денежные потоки по облигациям и договору займа, но также обеспечить невозможность изменения условий договора займа в сторону, противоречащую интересам владельцев облигаций, адресность расходования полученных от заемщика средств, а в случае дефолта эмитента по облигациям (который может быть вызван исключительно дефолтом заемщика по договору займа) — эффективное обращение взыскания на права требования по договору займа.

Российское право не ограничивает возможность внесения изменений в договор, права по которому заложены по облигациям. Можно отметить только, что утрата обеспечения по облигациям (например, расторжение договора, права по которому заложены) или существенное ухудшение условий такого обеспечения признаются существенным нарушением условий исполнения обязательств по облигациям и дают владельцам облигаций право требовать их досрочного погашения.

Адресный характер расходования средств, полученных эмитентом от заемщика по договору займа или по гарантии SERV, отчасти обеспечивается нормами российского законодательства. Так, ст. 27.3.1 Закона о рынке ценных бумаг требует зачислять денежные суммы, полученные залогодателем по облигациям (в данном случае — эмитентом) от его должников (в данном случае — от Gazprombank (Switzerland) Ltd. по договору займа) по заложенным правам требования, на залоговый счет, реквизиты которого указаны в условиях выпуска облигаций. Аналогичное требование предъявляется и к суммам, выплаченным гарантами или поручителями. При этом денежные средства с залогового счета могут расходоваться только по направлениям, указанным в условиях выпуска облигаций. Однако закон, строго говоря, не требует, чтобы заемщик или гарант зачислял деньги непосредственно на залоговый счет, минуя любые промежуточные счета. Это создает риск того, что уплаченные заемщиком или гарантом денежные средства могут не дойти до залогового счета эмитента и, соответственно, до владельцев облигаций.

Что касается обращения взыскания на права по договору, то по умолчанию будут применяться не слишком удобные для владельцев облигаций процедуры:

- судебная процедура обращения взыскания, весьма длительная по времени;
- даже если стороны договора залога согласовали внесудебный порядок обращения взыскания на заложенное имущество, предмет залога будет продан на торгах, что не слишком эффективно для реализации заложенных прав (таких, как права по договору займа).

НОВОВВЕДЕНИЯ ПО СДЕЛКЕ И СПОСОБЫ РЕШЕНИЯ УПОМЯНУТЫХ СТРУКТУРНЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ

1) Трехсторонний договор займа и расширенный функционал ПВО.

Наряду с заимодавцем (эмитентом) и заемщиком (Gazprombank (Switzerland) Ltd.) стороной договора займа стал представитель владельцев облигаций (ПВО). Это позволяет ПВО эффективно контролировать состояние обеспечения по облигациям. Так, ПВО получил право запрашивать у других сторон договора займа информацию о текущем объеме задолженности и суммах досрочного погашения. В свою очередь, другие стороны договора займа обязаны оперативно предоставлять ПВО эту информацию, а также ставить ПВО в известность о любом факте, способном негативно повлиять на способность заемщика исполнить свои обязательства перед заимодавцем.

Кроме того, никакие изменения договора займа невозможны без предварительного согласования ПВО. ПВО обязан в достаточно краткие сроки выразить мнение о готовности согласовать изменения условий договора займа, но не обязан давать такое согласование. При этом уменьшение суммы основного долга или процентов по договору займа, равно как и увеличение срока возврата основного долга или уплаты процентов по договору займа, требует согласия общего собрания владельцев облигаций (так как касается объема прав по облигациям).

2) Дополнительные меры защиты интересов владельцев облигаций, связанные с договором займа.

Адресный характер использования денежных средств, полученных эмитентом от заемщика по договору займа, обеспечивается в том числе следующими мерами:

• договор займа предусматривает, что заемщик осуществляет платежи по договору непосредственно на залоговый счет эмитента; аналогичное требование включено и в гарантию рефинансирования SERV;

• при этом как договор залогового счета, так и решение о выпуске облигаций устанавливают крайне сжатый перечень возможных направлений расходования средств, зачисленных на залоговый счет эмитента (выплаты владельцам облигаций, возврат ошибочно зачисленных средств и уплата вознаграждения ПВО в рамках определенного лимита).

Можно также отметить, что по решению о выпуске облигаций эмитент принял на себя обязательство информировать инвесторов в форме сообщений о существенных фактах о заключении дополнительных соглашений к договору займа, об их существенных условиях, о прекращении действия договора займа, о факте и причинах его частичного или полного досрочного погашения и о возможном влиянии данных событий на финансово-экономические показатели эмитента.

3) Ускоренный порядок внесудебного обращения взыскания на заложенные права с использованием безотзывной доверенности.

Решение о выпуске облигаций дает ПВО право выбора между судебным и внесудебным порядком обращения взыскания на заложенные права требования по договору займа.

При выборе судебного порядка обращения взыскания ПВО имеет возможность избрать в качестве способа реализации прав требования из договора займа в том числе перевод таких прав по решению суда на владельцев облигаций пропорционально размерам их требований.

Поскольку судебный порядок обращения взыскания сопряжен с дополнительными временными и материальными издержками (например, оплата расходов ПВО по представлению интересов владельцев облигаций в суде), предполагается, что ПВО изберет внесудебный порядок обращения взыскания на заложенные права требования по договору займа. При таком выборе требования по договору займа должны быть уступлены владельцам облигаций пропорционально размерам их требований.

На этот случай решение о выпуске облигаций предусматривает полное и безотзывное согласие эмитента на такой способ обращения взыскания на заложенные требования и его обязательство совершить все действия, необходимые для передачи заложенных требований владельцам облигаций. Если эмитент действительно будет сотрудничать с ПВО при обращении взыскания на заложенные требования (в частности, подпишет со своей стороны соглашение об уступке прав требования), то это существенно снизит временные затраты на обращение взыскания.

В соответствии со ст. 358.8 ГК РФ, в случае отказа залогодателя уступить заложенное право залогодержатель или третье лицо вправе требовать перевода на себя этого права по решению суда или на основании исполнительной надписи нотариуса и возмещения убытков, причиненных в связи с отказом уступить это право. При этом судебный порядок является хотя и надежным, но, как уже упоминалось выше, достаточно затратным по времени процессом, а исполнительная надпись не может быть проставлена нотариусом, поскольку решение о выпуске облигаций (как документ, устанавливающий условия договора займа) не удостоверено нотариально.

Для снижения риска отказа эмитента как залогодателя от сотрудничества и обеспечения быстрого и эффективного обращения взыскания на заложенные права требования по договору займа эмитент выдал в пользу ПВО безотзывную доверенность[1], предоставляющую ПВО полномочия подписать от имени эмитента договор уступки прав по договору займа.

При этом ПВО в силу закона уполномочен совершать любые сделки в целях реализа-

[1] Согласно ст. 188.1 ГК РФ в целях исполнения или обеспечения исполнения обязательства, представляемого перед представителем в случаях, если такое обязательство связано с осуществлением предпринимательской деятельности, представляемый может указать в доверенности, выданной представителю, на то, что эта доверенность не может быть отменена до окончания срока ее действия либо может быть отменена только в предусмотренных в доверенности случаях (безотзывная доверенность).

ции заложенных требований, подписывать все документы и совершать любые иные действия от имени владельцев облигаций.

РЕЗУЛЬТАТ

В итоге комплексной работы нам удалось создать продукт, имеющий следующие преимущества.

Изолированность эмитента: ООО «ГПБ Аэрофинанс» — специально созданная компания (SPV), не ведущая никакой деятельности, кроме предусмотренного эмиссионной документацией обслуживания выпуска облигаций.

Отсутствие проектных рисков: обязательства Gazprombank (Switzerland) Ltd. по займу, являющемуся обеспечением по облигациям, являются безусловными и не зависят от осуществления платежей по кредиту.

Синхронизация платежей: все платежи по займу Gazprombank (Switzerland) Ltd, направляемые в адрес ООО «ГПБ Аэрофинанс», и платежи по облигациям со стороны самого ООО «ГПБ Аэрофинанс» синхронизированы с двухдневным лагом: каждый платеж по займу должен поступать на залоговый счет эмитента не позднее чем за два дня до соответствующего платежа по облигациям.

Полное погашение облигаций в случае дефолта за счет обеспечения: в случае дефолта эмитента задолженность по облигациям будет погашена в срок, не превышающий 50 дней. Источник выплаты: безусловная и безотзывная гарантия SERV, права по которой заложены в пользу владельцев облигаций.

На ранних этапах данная сделка обсуждалась со всеми тремя ведущими международными рейтинговыми агентствами, по итогам работы с которыми у нас сформировалось убежденное мнение о возможности получения рейтинга на уровне выше суверенного. При этом международный рейтинг не был получен из-за действия санкций.

Рейтинговое агентство RAEX («Эксперт РА») присвоило облигациям ООО «ГПБ Аэрофинанс» рейтинг надежности долговых инструментов на уровне ruAAA (наивысший уровень).

Мы также обсуждали проект с Аналитическим кредитным рейтинговым агентством (АКРА), однако, к сожалению, оно не было привлечено для рейтингования выпуска облигаций, поскольку на дату выпуска еще отсутствовала соответствующая методология.

ЧЕГО НЕ ХВАТИЛО?

Эмитентом облигаций могло бы стать специализированное финансовое общество (СФО) или специализированное общество проектного финансирования (СОПФ), что позволило бы сделать банкротство эмитента еще менее вероятным и дать дополнительные гарантии целевого расходования средств, поступающих от заемщика. Как известно, специализированное общество обладает ограниченной правоспособностью. Кроме того, в его пользу (а по сути, в пользу владельцев его облигаций) можно установить положение о non-petition в договорах, которое не позволит контрагентам СФО/СОПФ подать заявление о признании его банкротом до полного погашения облигаций.

Однако от данной идеи пришлось отказаться в силу известных сомнений по поводу того, может ли СФО/СОПФ само выдавать займы (а не приобретать права требования по кредитам и займам у оригинатора).

СФЕРА ПРИМЕНЕНИЯ ПОЛУЧЕННОГО ОПЫТА

Данная сделка, прежде всего, важна как прецедент выдачи иностранным экспортным агентством страхового покрытия и гарантии в рублях.

Этот опыт будет способствовать расширению использования российского рубля как валюты внешнеторговых расчетов и минимизирует валютные риски для российских заемщиков.

Кроме того, значимо то, что впервые российский публичный долговой рынок стал целевым источником финансирования внешнеторгового контракта. Это служит и интересам заемщиков, для которых существенно расширяется база потенциальных кредиторов, и интересам долгосрочных инвесторов, получающих возможность диверсификации инвестиций и вложения в высоконадежные активы, покрытые гарантией государственных ЭКА.

Мы полагаем, что успешный опыт данной сделки позволит расширить линейку эффективных инструментов для финансирования внешнеторговых контрактов, реализуемых как со страховым покрытием от иностранных ЭКА, так и с поддержкой ЭКСАР.