Сергей КАДУК,
исполнительный директор,
департамент секьюритизации
и проектного финансирования,
Совкомбанк

Первая в России секьюритизация выручки солнечных электростанций

Выпуск облигаций «СФО Русол 1» стал первой в России сделкой секьюритизации платежей, получаемых в рамках программы ДПМ (Договоров предоставления мощности) квалифицированными генерирующими объектами, функционирующими на основе возобновляемых источников энергии (ВИЭ). Указанные ДПМ представляют собой долгосрочные договоры с остаточным сроком действия более 10 лет на покупку мощности по регулируемому государством тарифу, заключенные между генератором электроэнергии и крупными игроками оптового рынка электроэнергии и мощности (ОРЭМ). Тариф формируется таким образом, чтобы за период действия договора инвесторам была полностью возмещена величина инвестированного капитала с установленной нормой доходности, а также с учетом компенсации эксплуатационных затрат Проектных компаний и возмещения налогов на имущество и прибыль.

Всего было размещено три транша: Старший транш А (рейтинг АКРА «ruA+»), Мезонинный транш Б («ruBBB+») и Младший транш В (без рейтинга).

Получателями займов в сделке были две построенные солнечные электростанции (СЭС) в Астраханской области совокупной установленной мощностью 30 МВт:

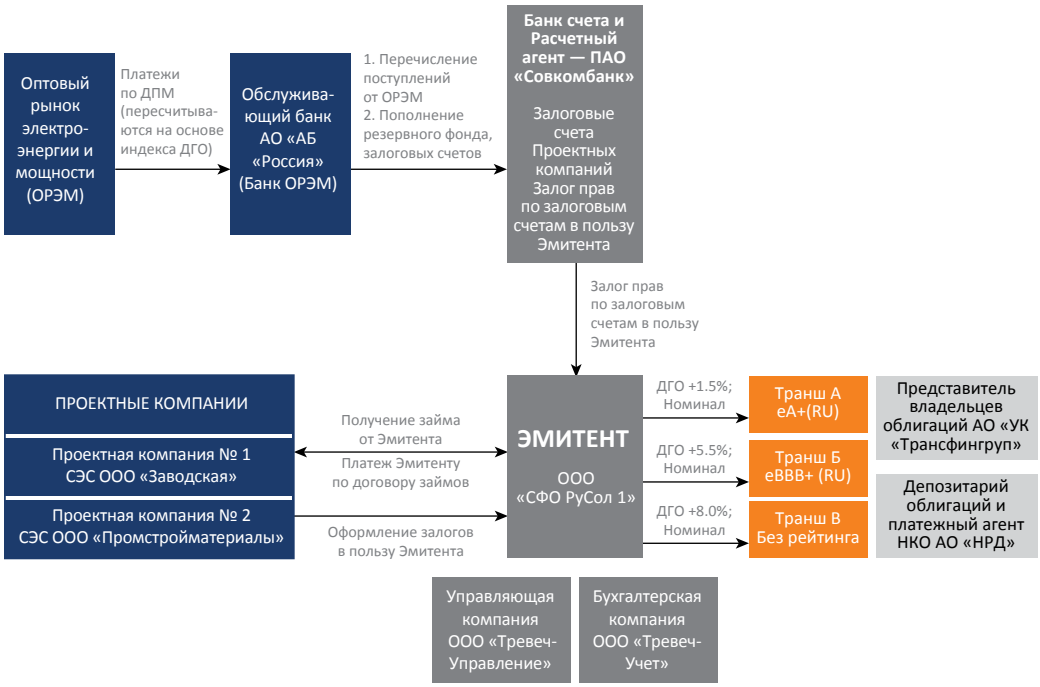
Проектная компания № 1 — СЭС «Заводская» установленной мощностью 15 МВт (начало коммерческой эксплуатации — сентябрь 2017 года);

Проектная компания № 2 — СЭС «Промстройматериалы» установленной мощностью 15 МВт (начало коммерческой эксплуатации — май 2018 года).

Прежде чем обратиться к описанию структурных моментов сделки, необходимо объяснить мотивацию заказчика, компании «Солар Системс», к реализации такой сложной транзакции.

Во-первых, компания смогла рефинансировать кредиты ЕАБР и, не увеличивая ставки по сравнению с кредитом ЕАБР,

Рисунок 1. Схема сделки секьюритизации «СФО Русол 1»



сделать кэш-аут около 2 млрд рублей. Полученные средства планируются к инвестированию в новые проекты.

Во-вторых, протестирован механизм создания публичного долгового инструмента с рыночным обращением. Высокие рейтинги «A+» и «BBB+» не были бы получены без объединения активов, что позволило диверсифицировать риски. Объем сделки вызвал заинтересованность у широкого круга рыночных участников.

В-третьих, полученный уровень leverage вряд ли был достижим при частном обращении «Солар Системс» в банки. Большинство банков отказалось бы рефинансировать заем под уровень DSCR 1.2. Обычно банки требуют большего покрытия. Организаторам удалось найти баланс между желанием компании занять как можно больше и риск-аппетитом инвесторов за счет создания резервных фондов на уровне эмитента и Проектных компаний.

Задачей данной статьи является обзор основных структурных элементов транзакции, а также обсуждение проблем, которые были выявлены в ходе размещения.

ИННОВАЦИОННЫЕ СТРУКТУРНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СДЕЛКИ

Синтетическая секьюритизация (отсутствие true sale). Основными генерирующими денежный поток активами в сделке являлись договоры ДПМ, непосредственно привязанные к конкретным станциям и действующие до ноября 2030 года. Первой мыслью организаторов было использовать механизм классической секьюритизации, то есть продать СФО права требования по ДПМ. При реализации возникало две проблемы:

1. Регуляторная: получатель платежей по ДПМ должен был стать участником рынка ОРЭМ;

2. Налоговая: ФНС мог потребовать у СЭС заплатить налог на прибыль от реализации прав по ДПМ.

Первая проблема была решаема: примерно за три месяца СФО могло бы

получить одобрение Совета рынка и стать участником ОРЭМ. Вторая проблема явилась камнем преткновения: никакое структурирование договора уступки прав не могло бы избавить СЭС от рисков начисления налога на прибыль up-front или по ходу сделки. В итоге было принято решение секьюритизировать станции как единый имущественный комплекс через механизм залога по договорам займа от СФО Проектным компаниям. Впервые в России была применена синтетическая секьюритизация.

Структурные облигации. Использование займов СФО вынудило нас структурировать сделку как структурные облигации, так как в ФЗ «О рынке ценных бумаг» сказано, что если СФО выдает займы, то оно выпускает структурные облигации. Для обычных облигаций с залоговым обеспечением предусмотрено только приобретение, а не выдача денежных требований. Выпуск структурных облигаций избавлял нас также от необходимости решать вопрос с 20%-ным удержанием риска оригинатором.

Кредитное событие. Закон требует для структурных облигаций наличия кредитного события, при котором происходит списание номинала облигаций. Мы понимали, что будет крайне тяжело объяснить инвесторам возможность полной потери инвестиций. Логичным выходом стало сделать кредитным событием факт подачи на банкротство Проектных компаний, но при этом обеспечить, чтобы менеджмент, бенефициары и прочие кредиторы СЭС не могли бы подать на банкротство без ведома и согласия СФО/ПВО. Таким образом, подача на банкротство стала возможна только в ситуации, когда у СЭС действительно нет активов для компенсации инвесторам.

Запрет на банкротство без ведома СФО потребовал согласия заемщиков и их бенефициаров на подписание квазикорпоративного договора (ККД) с СФО с целью ограничения прав УК СЭС и бенефициаров СЭС. Ограничения СЭС только обычной операционной деятельностью помимо ККД были также отражены в уставах СЭС.

Плавающий купон и амортизация. Выручка СЭС состоит на 93% из гарантированных платежей за мощность по договорам ДПМ, и только 7% выручки зависит от продажи электроэнергии. Выручка по ДПМ привязана к ставке долгосрочных государственных обязательств (ДГО) — доходности 10-летних ОФЗ за прошлый календарный год, рассчитываемой на основе G-кривой, а также имеет предсказуемые сезонные колебания. В целом, выручка по ДПМ похожа на аннуитетный платеж, меняющийся от ставки ДГО.

Данная специфика выручки была перенесена на облигации. Транши «прайсились» как «Ставка ДГО плюс маржа». Для класса А мы прямо прописали формулу аннуитета в Решении о выпуске в надежде привлечь средства НПФ, так как неопределенность в погашении сделок секьюритизации (prepayment risk) зачастую становится препятствием для УК НПФ.

Для классов Б и В из-за сезонных колебаний выручки прямые аннуитетные формулы решено было не прописывать, но по факту амортизация классов Б и В была замоделирована на уровне аннуитетной амортизации класса А.

Резервные фонды. Внезапные колебания выручки, связанные с авариями и прочими внештатными ситуациями, призваны нивелировать Резервный фонд Эмитента и Резервные фонды Проектных компаний.

Резервный фонд Эмитента эквивалентен совокупной сумме двух квартальных выплат части номинальной стоимости облигаций и купонного дохода по облигациям класса А, купонного дохода по облигациям класса Б и операционных затрат СФО за год.

Резервные фонды Проектных компаний представляют собой неснижаемые остатки денежных средств на залоговых счетах с целью обеспечения DSCR не ниже 1.2 в любой момент времени. Согласно условиям договоров займа, если на залоговых счетах Проектных компаний оказывается недостаточно средств для поддержания требуемого объема резервного фонда, то проектные компании в течение 6 месяцев обязаны пополнить Резервный фонд Проектных компаний до

требуемого уровня путем перечисления денежных средств на залоговые счета. Проектные компании в этом случае будут вынуждены использовать механизм поддерживающего платежа (означает любой заем, предоставленный Проектным компаниям на залоговый счет, требования по которому субординированы по отношению к обязательствам Проектных компаний в рамках договора займа).

Квазикорпоративный договор (ККД). ККД явился ключевым элементом договорной документации, обеспечивающим комфорт инвесторов. ККД предусмотрено полное обособление денежных потоков Проектных компаний, вводится полный запрет на принятие самостоятельных решений Проектными компаниями без предварительного письменного согласия эмитента, в том числе решений, связанных с:

• утверждением внутренних документов, регламентирующих распределение и использование денежных потоков проекта;

• принятием решений об одобрении (в соответствии с требованиями статьи 46 Федерального закона № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью») крупных сделок с имуществом, стоимость которого составляет не менее 25% балансовой стоимости каждой Проектной компании;

• использованием резервного фонда;

• принятием решения о реорганизации/ликвидации Проектных компаний;

• расторжением/уступкой прав по ДПМ по инициативе Проектных компаний;

• увеличением уставного капитала Проектных компаний;

• размещением облигаций и иных не эмиссионных ценных бумаг, неконвертируемых в доли участия;

• принятием решения о распределении чистой прибыли Проектных компаний между их участниками;

• внесением по инициативе Проектных компаний любых изменений в следующие договоры (за исключением изменений, предусмотренных действующим законодательством, и/или правилами ОРЭМ, и/или в результате индексации суммы договора в связи с ростом потребительских цен на товары и услуги (на величину не более опубликованного Федеральной службой государственной статистики индекса потребительских цен с даты заключения такого договора)):

– договор на эксплуатацию СЭС между ООО «ИЦЭВЭ» и Проектной компанией;

– договор об оказании услуг по оперативно-диспетчерскому управлению в электроэнергетике между АО «СО ЕЭС» и Проектной компанией;

– соглашение о технологическом взаимодействии между АО «СО ЕЭС» и Проектной компанией;

• совершением любых действий (в том числе заключением, изменением или прекращением любых договоров), которые могут повлечь потерю любой из Проектных компаний статуса субъекта ОРЭМ;

• заключением сделок, направленных на отчуждение или обременение любого имущества Проектных компаний (за исключением обременения, связанного с исполнением ими своих обязательств по кредитам, полученным в любой момент времени от ПАО «Совкомбанк»);

• предоставлением займов третьим лицам (в том числе совершением сделок в отношении аналогичной финансовой задолженности);

• предоставлением поручительств или гарантий по обязательствам третьих лиц;

• заключением сделок по приобретению имущества стоимостью свыше 5 000 000 рублей;

• привлечением финансирования в любом виде (кроме займов Эмитента по договорам займа и любого поддерживающего платежа), за исключением возникновения на принадлежащих Проектным компаниям СЭС аварий или иных чрезвычайных обстоятельств, при которых такие сделки требуются для экстренного восстановления нормального текущего функционирования таких СЭС, на сумму не более 25 000 000 рублей (при условии предварительного письменного согласия Эмитента с приложением документов, подтверждающих наличие таких обстоятельств и необходимость заключения таких сделок);

• заключением, изменением или прекращением договора с резервной эксплуатирующей организацией;

• обращением любой из Проектных компаний в арбитражный суд с заявлением о признании Проектной компании банкротом.

Залоги. Так как имущественный комплекс и доли в станциях до сделки находились в залоге по кредитам ЕАБР, сделкой предусмотрен срок 60 дней на перевод залогов в пользу СФО. При этом купон, который необходимо заплатить инвесторам в случае, если залоги не будут оформлены, предварительно фондируется в дату размещения, а средства от размещения не поступают Проектным компаниям до оформления залогов.

Сделкой предусмотрены залоги:

• 100% уставного капитала Проектных компаний;

• прав требования по Договорам о предоставлении мощности;

• прав требования по договорам банковских счетов Проектных компаний (на которые поступает выручка Проектных компаний);

• движимого имущества Проектных компаний;

• прав требования по договорам на оказание услуг по эксплуатации;

• прав требования по договорам страхования имущества Проектных компаний в размере балансовой стоимости СЭС с назначением Эмитента выгодоприобретателем, а также залог прав требований по данным договорам в пользу Эмитента.

Резервный оператор и Прямое соглашение. С целью предотвращения прекращения обслуживания станций Проектные компании и действующий оператор станций ООО «ИЦЭВЭ» заключили прямое соглашение о продолжении оказания эксплуатационных услуг оператором на условиях действующего договора в случае реализации события дефолта и перехода прав требования по заложенному имуществу в пользу СФО. А на случай некачественной работы оператора было подписано соглашение с резервным оператором АО «СО ЕЭС» на тех же условиях.

В процессе структурирования был разработан и осуществлен список всевозможных мер для обеспечения комфорта инвесторов, в некоторых аспектах (например, наличие резервного оператора) превышающий требования банков, выдающих корпоративные кредиты.

РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ

Организаторы сделали все возможное для привлечения максимального спроса всех классов инвесторов. Для банков класс А был привлекателен не только ставкой, но и низким давлением на капитал. Согласно Постановлению № 647-П от 04.07.2018 «Об определении банками величины кредитного риска…» RWA класса А составило всего 37%.

Класс Б за счет рейтинга «ruBBB+» и высокой премии (доходность ~14%) вызвал интерес со стороны частных квалифицированных инвесторов и инвесторов, не имеющих ограничений по 647-П.

Класс В не предлагался рынку и был выкуплен менеджментом и бенефициарами «Солар Системс».

К сожалению, мы не нашли спроса среди УК НПФ из-за ограничений, налагаемых «Положением об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование…» (утв. Банком России 01.03.2017 № 580-П). Управляющие ссылались на Постановление № 580-П как препятствие к покупке данного инструмента. Предлагаемые облигации трактовались как «облигации, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными», а также как «зависящие от исполнения обязательств третьими лицами». Согласно п. 1.4.4. Постановления № 580-П совокупный объем данных инструментов в портфеле ограничен 10% стоимости инвестиционного портфеля.

Первая причина (использование «формул с переменными») могла быть устранена, так как в данной сделке переменной величиной является ежегодно определяемая ставка ДГО, рассчитываемая на основе 10-летней G-кривой в торговой системе Московской биржи, то есть параметр, связанный с процентными ставками.

Вторая причина («зависимость от исполнения обязательств третьими лица-

ми» — солнечными электростанциями) стала препятствием для управляющих НПФ. Делая эту оговорку, регулятор явным образом пытается ограничить любые секьюритизационые бумаги в портфелях НПФ. Однако, как мы знаем, риск в секьюритизации зависит не от «третьих лиц», а от уровня субординации.

Неисполнение обязательств «третьими лицами» оспаривается через суд, данные обязательства, как правило, обеспечены залогами. Никаких принципиальных отличий в действиях ПВО при дефолте по корпоративным облигациям или по секьюритизациям нет: идет обращение взыскания на залоги, реализация залогов через аукцион и так далее. Использование термина «обязательства третьих лиц» является основным препятствием к привлечению длинных пенсионных средств к участию в надежных секьюритизационных инструментах. Это также блокирует возможности банков по рефинансированию процентных рисков и в итоге тормозит развитие экономики страны. Пенсионные средства не могут быть привлечены для финансирования длинных концессионных соглашений, инфраструктурных проектов, к развитию нацпроектов. Мы планируем обратиться к регулятору с предложением полностью исключить неудачный термин «обязательства третьих лиц» из № 580-П.

РЕЗЮМЕ

Сделка позволила доказать возможность использования лучших мировых практик синтетической секьюритизации и whole-business securitization в российском законодательстве. Был построен механизм создания публичного долгового финансирования для любых бизнес-активов с предсказуемой, надежной выручкой. Он может быть применен для концессий на эксплуатационной стадии, проектов естественных монополий и инфраструктурных проектов.

При условии снятия ограничений в № 580-П мы видим спрос со стороны пенсионных фондов, заинтересованных в длинных, надежных инвестициях с доходностью, гарантированно отбивающей инфляцию. Мы видим спрос также и со стороны девелоперов, инфраструктурных компаний, которые предпочитают зарабатывать на стройке, а не на эксплуатации. Подобные инструменты — это win-win для всех участников рынка.