Юрий Туктаров,
управляющий партнер,
юридическая фирма «Авакян, Туктаров и Партнеры»

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ прав требования в инфраструктурных проектах

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ОДНИМ ИЗ АКТУАЛЬНЫХ СПОСОБОВ ИНФРАСТРУКТУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ. ДОСТУПНОСТЬ ЭФФЕКТИВНЫХ СХЕМ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ ЯВЛЯЕТСЯ ЖИЗНЕННО ВАЖНЫМ УСЛОВИЕМ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА И ПРОЦВЕТАНИЯ ЛЮБОЙ СТРАНЫ.

Обычно объекты инфраструктуры, имеющие важнейшее значение для экономики и социальной сферы, развиваются и вводятся в строй государством: они рассматриваются в качестве составляющих базовых прав граждан, и поэтому этим объектам придается приоритетное значение при распределении государственных инвестиций. Вместе с тем, государственных средств зачастую бывает недостаточно, поэтому и возникает необходимость привлечения дополнительных инвестиций путем проведения секьюритизации денежного потока по инфраструктурным проектам.

Суть секьюритизации прав требования заключается в том, что заемщик продает свои права требования прямо или опосредованно покупателю, которым является специально созданная для этого компания (SPV), а на основании переданных прав SPV выпускает соответствующие ценные бумаги. В развивающихся странах такая схема впервые была осуществлена в Мексике в 1987 году, когда предметом секьюритизации стали денежные потоки от использования телефонной связи. За первые 10 лет применения этого типа финансирования ведущие рейтинговые агентства мира присвоили кредитный рейтинг примерно 200 сделкам секьюритизации, а объем сделок составил около $47.3 млрд.

Текущее состояние инфраструктуры в России по-прежнему не отвечает требованиям времени, а необходимость в поддержании темпов экономического роста требует значительных инвестиций. С учетом указанного, исключительно важным является участие частного капитала в развитии инфраструктуры.

ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ ПРОВЕДЕНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ

На сегодняшний день секьюритизация как вид финансирования инфраструктурных проектов получает все большее распространение в мире по целому ряду причин.

Во-первых, секьюритизация прав требования снижает стоимость привлекаемого капитала, что становится ключевым ее преимуществом в период переживания проблем на международных рынках капитала. Осуществление долгосрочного финансирования (которое является необходимым условием для большинства инфраструктурных проектов) более удобно в рамках принятой в секьюритизации методологии, нежели в рамках схем традиционного кредитования. По оценкам Всемирного банка, в период с 1987 по 1999 годы пик секьюритизации инфраструктурных прав требования в развивающихся странах пришелся именно на 1998–1999 годы — время кризиса на нескольких региональных рынках.

Во-вторых, в случае секьюритизации инфраструктурных проектов выпускаются обращающиеся ценные бумаги, что позволяет привлечь наиболее широкий круг инвесторов. В частности, такие ценные бумаги особенно привлекательны для таких долгосрочных инвесторов, как страховые компании, которые склонны к приобретению активов с определенным кредитным рейтингом и на продолжительный срок.

В-третьих, секьюритизация инфраструктурных денежных потоков позволяет эмитентам увеличить срок погашения кредита, а также улучшить управление рисками в проекте наряду с улучшением балансовых показателей проекта. Управление рисками проекта здесь осуществляется за счет множества инструментов, в том числе путем субординирования ценных бумаг и привлечения третьих лиц для участия в сделке.

В-четвертых, инвестиционная привлекательность ценных бумаг, основанных на инфраструктурных правах требования, объясняется тем, что таким бумагам, как правило, присваивается хороший кредитный рейтинг благодаря стабильности их исполнения во времена с меняющейся макроэкономической ситуацией. Особенную актуальность секьюритизация прав требования приобретает в период кризиса ликвидности, когда такой способ зачастую является единственным для выхода проектных компаний на международные рынки капитала.

В-пятых, такой способ финансирования наделяет финансирующие организации, прямое участие которых в секторе ограничено, возможностью осуществлять финансирование проектов этого сектора (в том числе в случае, если отрасль признана имеющей стратегическое значение).

В-шестых, снижается риск участия для посредников, которые специализируются на управлении каждым компонентом риска, связанного с инфраструктурным финансированием (в то же время, эти риски могут взять на себя обычные финансовые посредники и страховые компании; со временем ожидается развитие специальных институтов, призванных решать эту задачу).

В-седьмых, секьюритизация прав требования переключает внимание финансирующих организаций на оценку кредитного риска структуры сделки, а не на общий риск проекта. Указанное происходит потому, что другие компоненты проектного риска (упомянутые выше) чаще всего принимают на себя за плату специализированные посредники.

ОСНОВНЫЕ РИСКИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПРАВ ТРЕБОВАНИЯ В ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТАХ

Для оценки уровня определенности, который вправе ожидать инвесторы в отношении перспектив получения платежей по соответствующим ценным бумагам, используются кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств. Критерии оценки для присвоения кредитного рейтинга могут быть классифицированы в соответствии с пятью уровнями рисков, начиная с наиболее важного.

• **Проектные риски.** Здесь анализируется то, насколько успешно проект может осуществлять коммерческую деятельность на протяжении срока погашения долга, а также то, насколько успешно проект может обслуживать обязательства.

В рамках оценки проектных рисков анализируются операционные и финансовые договоры, которые вместе с активами являются основой функционирования проекта. В частности, при анализе договоров поставки обращается внимание на возможность минимизации разницы между указанной в договоре ценой и текущей ценой на рынке. Механизмы, снижающие рыночные риски, включают в себя: гарантированные минимальные выплаты за поддержание оборудования в готовности (платежи за мощность в электроэнергетике); оговорку об изменении цены, которое следует за изменениями в стоимости производственных издержек; гарантированные показатели производства продукции; заключение договоров, которые учитывают увеличение издержек в соответствии с инфляционными тенденциями и изменениями в курсах валют. Договоры о покупке будущей продукции (offtake agreements) должны содержать механизмы, позволяющие снизить риск, связанный с их возможным расторжением, например путем закрепления обязанности выплаты покупателем суммы, достаточной для выплаты компанией оставшегося долга.

Одной из форм договоров, призванных минимизировать риски, является договор о покупке будущей продукции, основанный на принципе «несмотря ни на что» (hell or high water). В таком договоре покупатель соглашается оплачивать товары независимо от степени завершенности строительства, а также от того, работает ли проект и производит ли он продукцию. Эти договоры являются, по сути, договорами о предоставлении кредита продавцу и, в случае грамотного составления, могут поднять кредитный рейтинг заемщика до уровня покупателя.

Помимо этого, во внимание принимаются используемые в проекте технологии, особенности строительства и будущей операционной деятельности предприятия. При оценке строительных рисков (предшествующих строительству и рисков, которые могут возникнуть в процессе возведения объекта) возникает необходимость в подготовке независимого экспертного заключения об обоснованности технических и финансовых показателей проекта. Для минимизации строительных рисков владельцев проекта и пользователей используется договор строительного подряда «под ключ» (особенно это распространено в электроэнергетике за рубежом).

Нужно отметить, что, например, рейтинговое агентство Standard & Poor's, как правило, не присваивает проекту более высокий кредитный рейтинг, чем тот, который присвоен ключевому участнику проекта (например, главному потребителю товаров или услуг проекта).

В рамках данной категории рисков рассматриваются также следующие риски.

♦ *Исполнительский риск*: оценка способности и готовности оригинатора производить соответствующий финансовый продукт (денежные права требования из инфраструктурных проектов). При этом кредитные агентства (Fitch, S&P) зачастую учитывают тот факт, что в ряде стран неспособность оригинатора платить по ценным бумагам необязательно ведет к его ликвидации — даже в состоянии дефолта по обязательствам оригинатор может по-прежнему «производить» права требования.

♦ *Продуктный риск*: оценка наличия достаточного спроса на продукт по стабильной цене и возможности клиентов своевременно оплачивать полученный продукт. При этом учитываются любые меры, направленные на обеспечение стабильности спроса, в частности, заключение оригинатором долгосрочных договоров поставки с клиентами. В эту категорию входят также риск волатильности цены и сезонных колебаний объемов денежных потоков. Минимизация этих рисков осуществляется, в том числе, посредством дополнительного покрытия или избыточного обеспечения.

♦ *Риск отклонений*: оценка того, может ли продукт продаваться другой категории покупателей, помимо запланированной.

♦ *Суверенный риск*: риск принятия решений государством оригинатора[1)], которые могут повлиять на схему осуществления платежей по соответствующим бумагам. В рамках данной категории рисков учитывается суверенный валютный рейтинг страны, который свидетельствует о готовности и способности государства обслуживать свой валютный долг. Как правило, кредитный рейтинг страны, в которой расположен проект, будет ограничивать долговой рейтинг проекта (в ряде случаев кредитный рейтинг проекта ограничен суверенным рейтингом государства). Суверенный валютный рейтинг имеет значение для заемщика в связи с тем, что возможность для проекта получать валюту, необходимую для обслуживания долга, может быть подвержена влиянию актов или действий государства.

• Уровень развития экономических и правовых институтов. В ряде случаев проблемы с правовыми институтами в государстве заемщика могут повлиять на работу заемщика таким образом, что независимо от финансовых показателей заемщика ему не будет присвоен кредитный рейтинг выше суверенного. Тот факт, что инфраструктурный проект не вырабатывает валютную выручку, а также особая важность проекта для экономики государства, в котором он реализован, также может снизить кредитный рейтинг.

• Риск форс-мажора. Присутствие такого риска в проекте в случае непринятия мер по его минимизации будет ограничивать большинство проектов до рейтинга BBB или ниже по оценке S&P. Некоторым проектам (трубопроводы, платные дороги), однако, могут быть присвоены рейтинги, которые менее подвержены влиянию форс-мажорных рисков из-за низкой вероятности того, что такие события могут существенно повлиять на непрерывность работы таких проектов. Работа трубопроводов и дорожных проектов может быть возобновлена гораздо быстрее по сравнению со сложными по механической оснащенности и привязанными к месту проектами (например, такими как нефтеперерабатывающие заводы или предприятия, связанные со сжижением природного газа).

• При анализе проектных рисков особе внимание уделяется также используемым кредитным инструментам. В ряде случаев заемщику могут быть предложены различные кредитные инструменты для снижения вышеперечисленных рисков. В частности, такие инструменты имеются в распоряжении Международной финансовой корпорации, которая предоставляет страховые программы, покрывающие как политические, так и коммерческие риски. Вместе с тем, пакеты кредитных инструментов, предлагаемых такими организациями, обычно покрывают лишь специфические риски. Они не представляют собой гарантии полной и своевременной выплаты по облигациям и векселям. Кроме того, получение платежей по таким инструментам также может занять долгое время, в связи с чем рейтинговые агентства оценивают также и кредитоспособность и историю деятельности таких организаций, участвующих в сделке.

Секьюритизация прав требования при осуществлении инфраструктурного финансирования, таким образом, предполагает принятие сторонами финансовой сделки многоуровневых рисков, а потому часто может вызывать трудности в цельности ее восприятия со стороны отдельных инвесторов. При этом степень рискованности на разных стадиях проекта является различной: она наиболее высока на стадии, предшествующей вводу в эксплуатацию — на этом этапе риски минимизируются особой структурой договоров, которые основаны на концессиях и предоставляют гарантированный возврат капитала. Эти гарантии и концессии обычно предоставляются государством и государственными организациями.

К настоящему времени ведущими рейтинговыми агентствами выработаны основные подходы к оценке кредитного риска инфраструктурных проектов в целях секьюритизации. В частности, исключительно важной является максимальная изоляция проектной компании от потенциальных проблем спонсоров проекта, поставщиков и других контрагентов. Это ведет к привлечению внимания к анализу структуры договоров, которые должны быть составлены таким образом, чтобы распределить риски и ответственность за проблемы, возникающие в процессе реализации проекта, включая проблемы с оборудованием, а также риск незавершения проекта в оговоренные сроки и по согласованной цене. Договоры также должны предусматривать минимизацию рисков, связанных с неполучением лицензий и необходимых согласований. Кроме того, рейтинговые агентства также будут анализировать кредитоспособность всех участников проекта и показатели деятельности проекта.

НЕКОТОРЫЕ ТИПИЧНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ

Инфраструктурные проекты обычно характеризуются созданием нестандартных активов. Активы инфраструктурного проекта могут включать дороги или мосты, причалы и пристани в портовом инфраструктурном проекте, бурильные установки и платформы для нефтяных скважин, предприятия по очистке воды. Оборот таких активов существенно ограничен, а следовательно, они зачастую не могут служить обеспечением в традиционных кредитных схемах. Кроме того, права кредиторов в отношении вступления в проект (*step-in rights*) в таких случаях отсутствуют, так как такие проекты обычно реализуются на основе концессий и на основе схемы «построил, управлял, передал» (*Built Operate and Transfer*) — в таких схемах возводимые объекты остаются в собственности государства.

Инфраструктурные проекты обычно характеризуются длительными сроками реализации. Их строительство подразумевает совершение огромных капитальных затрат, а получение первой прибыли обычно имеет место лишь по истечении значительного времени с момента начала реализации проекта. Источники финансирования, таким образом, должны также являться долгосрочными.

ПРИМЕНЕНИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В НЕКОТОРЫХ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОТРАСЛЯХ

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Секьюритизация в электроэнергетике может быть разделена на следующие типы в зависимости от цели:

• Права требования энергетических компаний могут быть секьюритизированы для снижения/изменения финансовой нагрузки этих компаний.

• Секьюритизация доходов энергетических компаний осуществляется для привлечения дополнительных средств.

[1)] *Под «оригинатором» здесь понимается организация, которая заключила или заключит договор, денежные права требования из которого секьюритизируются.*

ПРИМЕР 1. Некоторые модели проектного финансирования, используемые для секьюритизации на примере электроэнергетики.

Проект с одним пользователем — модель независимого проекта в области электроэнергетики (independent power project, IPP), когда специальная целевая компания заключает договор строительного подряда на постройку электростанции «под ключ», а также долгосрочный договор о продаже электроэнергии (мощности), которая будет произведена такой станцией. Финансирование привлекается под указанный договор продажи. Такая модель с различными вариациями помимо электроэнергетики используется для финансирования строительства трубопроводов, проектов в области горной, нефтехимической и деревообрабатывающей промышленности.

Проект с множественностью на стороне пользователей подразумевает наличие не одного, а множества потребителей производимой проектом электроэнергии. Помимо электроэнергетики, проекты с множественностью на стороне пользователей применяются при строительстве платных дорог, спортивных сооружений, мостов и туннелей.

Финансирование для обеих моделей гарантируется за счет возводимого объекта и всех получаемых им доходов, включая будущие доходы.

ДОРОЖНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Проекты частных дорог обычно финансируются за счет дохода от сборов за проезд и концессий. Однако эти проекты характеризуются множественными рисками.

- *Строительный риск*: в случае непредвиденных задержек в получении земли и ввода в эксплуатацию дороги.
- *Тарифный риск*: правильность оценки трафика на различных участках, то есть количества коммерческих транспортных средств, автобусов, пассажирских автомобилей, а также достижение иных запланированных количественных показателей.
- *Риск, связанный со сборами*: намерение и желание пользователей платить требуемую сумму за использование дороги.

Секьюритизация может использоваться для учета и минимизации многоуровневых рисков и, таким образом, способствовать привлечению капитала по оптимальной стоимости.

ПРИМЕР 2. Некоторые особенности секьюритизации дорожной инфраструктуры.

В обычном дорожном проекте проектная компания получает права требования от трех категорий участников. Они могут быть классифицированы в рамках различных категорий риска.

♦ **Пользователи с низким уровнем риска.** Государственные органы/организации, которые предоставляли концессии или получили проект на основе схемы «построил, управлял, передал». Государство будет выступать гарантом минимальных сборов или минимального трафика. Гарантия будет покрывать тот же риск, который мог бы быть минимизирован государством в случае, если бы оно выступало страховщиком этих рисков. Права требования могут быть секьюритизированы для инвесторов, заинтересованных в минимальном риске.

♦ **Пользователи со средним уровнем риска.** Дорога или мост, которые строятся проектной компанией, могут быть использованы большим количеством промышленных или корпоративных пользователей, которые вносят единовременный платеж за использование дороги. Права требования по отношению к таким лицам могут быть секьюритизированы для инвесторов, заинтересованных в рисках среднего уровня.

♦ **Другие пользователи.** Дорога будет использоваться пассажирами, однократными пользователями и так далее. Права требования в отношении платежей, уплачиваемых мелкими потребителями за пользование дорогой, будут приобретаться проектной компанией.

На примере дорожной инфраструктуры отмечаются основные характеристики, на которые обращают внимание рейтинговые агентства при сопровождении сделок секьюритизации. В частности, преимущества от использования дороги должны быть очевидны, а целесообразность взимания сбора за проезд не должна вызывать сомнений. Экономическое обоснование проекта, таким образом, должно содержать в себе данные о постоянном росте доходов в процессе реализации проекта и отсутствии и нецелесообразности использования других дорог. На снижение рейтинга может повлиять необходимость совершения дополнительных инвестиций в будущем (постройка новых полос, развязок). При оценке количественных показателей проекта первостепенное внимание уделяется долгосрочности и стабильности будущих денежных потоков рассматриваемого проекта.

ПОРТЫ

Доходы типичного портового проекта определяются в основном грузооборотом кораблей, которые останавливаются в нем. Кроме того, порты обычно предоставляют нескольким крупным компаниям оборудование и площади для хранения химических веществ, традиционных грузов, нефтепродуктов и прочее. Оператор порта предоставляет такие мощности на основе долгосрочного договора. Доходы, получаемые в результате такой деятельности, могут быть секьюритизированы.

В процессе финансирования портовой инфраструктуры во внимание принимаются, помимо традиционных, также и специфические риски. Одним из таковых является строительный риск. Для его минимизации к участию в проекте привлекаются специализированные инжиниринговые компании, имеющие солидный опыт как в проведении подводных (например, дноуглубительных), так и наземных работ. Другим специфическим риском является необходимость учета особого положения персонала портов — моряков, докеров, лоцманов и так далее. Зачастую проектная компания значительно ограничена в возможностях подбора персонала: она сталкивается с необходимостью привлечения указанных государственными органами лиц.

ГОРОДСКАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

В городской инфраструктуре возможности для секьюритизации заложены в основном в сфере кредитования жилого сектора. Другие сферы в рамках городской инфраструктуры — это водоснабжение, коммунальные услуги, сбор мусора и прочее.

Приведенный перечень не является исчерпывающим. Возможность осуществления секьюритизацию всегда существует в тех случаях, когда может быть получена определенная сумма денег в течение определенного, не очень короткого периода времени. Сфера применения секьюритизации обширна, единственным ограничением здесь является возможность получения дохода в течение определенного времени.