Андрей МУРЫГИН,
партнер, Linklaters

Опыт секьюритизации бизнеса солнечных станций

Секьюритизация бизнеса двух солнечных электростанций компании «Солар Системс» — одна из самых интересных сделок 2020 года. В этом кейсе было организовано размещение проектных облигаций, «упакованных» в виде структурных облигаций по модели секьюритизации всего бизнеса (whole-business securitization, WBS).

Размещение облигаций ООО «СФО Русол 1» состоялось в феврале 2020 года, объем выпуска — 5.7 млрд рублей — был разделен на три транша. Старший транш получил рейтинг АКРА A+(RU), средний транш — рейтинг BBB+(RU), младший транш был выпущен без рейтинга.

В самой сделке можно выделить несколько аспектов, которые сделали ее в своем роде уникальной. Во-первых, это была первая сделка секьюритизации платежей электростанций по договорам поставки мощности (ДПМ). Во-вторых, это был крупнейший на тот момент выпуск «зеленых» облигаций в России. Наконец, в-третьих, это был первый опыт организации сделки секьюритизации бизнеса как особого вида секьюритизации, который на российском рынке пока не особенно практиковался. Мы использовали некоторые инновационные инструменты, которые нетипичны для классической секьюритизации с продажей актива (true sale), но которые очень помогли нам при реализации сделки по модели секьюритизации всего бизнеса электростанций. Речь идет о структурных облигациях и квазикорпоративном договоре (ККД).

ОСОБЕННОСТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ БИЗНЕСА

WBS как модель имеет несколько особенностей, отличающих ее от выпуска корпоративных облигаций или классической секьюритизации активов (ABS).

В корпоративных облигациях инвестор берет на себя кредитный риск эмитента, который тождествен риску его баланса. В секьюритизации ABS кредитный риск связан с портфелем уступаемых в пользу SPV (СФО) прав требования к определенным должникам. В свою очередь, секьюритизация всего бизнеса связана не с тем, что портфель уступаемых прав требования отделяется от баланса оригинатора, а с тем,

что от основного бизнеса группы оригинатора отделяются операционные компании, владеющие соответствующими активами и правами требования, и именно эти компании целиком секьюритизируются.

Таким образом, в случае WBS в схему с операционными компаниями добавляется компания-эмитент (в нашем случае специализированное финансовое общество — СФО). СФО предоставляет заем операционной компании, которая владеет электростанциями, под залог ее активов. При этом бизнес операционной компании очень четко ограничен — она может заниматься только управлением станциями, получать деньги по ДПМ, а также обслуживать облигации.

Очень жесткий ковенантный пакет (в нашем случае содержащийся в договоре займа) — характерная особенность сделок whole-business securitization. Во всех подобных сделках очень четко прописано, что можно делать операционной компании и что нельзя, какие ограничения распространяются на ее акционеров, на какие действия требуется получить согласие кредиторов — владельцев облигаций, а какие можно осуществить с одобрения управляющей компании СФО.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ

Приступая к реализации сделки, мы столкнулись с трудностями выбора компании-эмитента. Электростанции уже были построены, и задача заключалась в том, чтобы рефинансировать их долг. Кроме того, акционеры также хотели часть привлеченных средств направить на финансирование других частей группы, на строительство других электростанций. По своей природе данная сделка — это проектное финансирование, и первое, что приходит на ум, — использовать конструкцию с СОПФ (специализированным обществом проектного финансирования). СОПФ, по сути, — нормальная операционная компания, которая имеет право владеть активами, управлять ими, нанимать сотрудников и так далее. Это, конечно, плюс. Но есть и минус. Законодательство разрешает определять целью деятельности СОПФ финансирование создания новых объектов, модернизацию существующих, их эксплуатацию, но не рефинансирование. Кроме того, нечетко урегулировано, может ли СОПФ предоставлять займы операционным компаниям. Поэтому нам пришлось рассмотреть вариант с использованием СФО.

По нашему законодательству СФО может работать только в двух режимах: либо в режиме классической секьюритизации, когда приобретаются портфели прав требования к должникам, либо в режиме структурных облигаций. И именно в режиме структурных облигаций СФО прямо разрешено предоставлять займы. Логично сделать вывод, что такие займы могут быть обеспеченными. А это ровно то, что было нужно для секьюритизации бизнеса. В результате началась разработка темы применения структурных облигаций в контексте проектного финансирования.

У СФО обнаружился один минус с точки зрения пакета обеспечения займа. Такая организация не предназначена для того, чтобы владеть имуществом и долями в обществах с ограниченной ответственностью. Соответственно, при обращении взыскания на залог долей трудно приобрести (оставить за собой) доли в операционной компании. Однако в общей структуре обеспечения удалось этот момент нивелировать, и рейтинговое агентство присвоило облигациям достаточно высокий рейтинг.

РЕЖИМ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Выпуск структурных облигаций был обеспечен правами в отношении залогового счета эмитента и правами требования по займам в пользу операционных компаний. Однако инвесторы получали обеспечение в отношении активов операционных компаний не напрямую, а через СФО. СФО предоставляло владельцам облигаций залог прав требования по займам, а сами займы были обеспечены залогами в пользу СФО.

По своей природе структурная облигация — это облигация на некий деривативный показатель, на изменение значения базисного актива. В качестве одного из базисных активов в законодательстве разрешен кредитный риск. Мы этим воспользовались и выпустили структурную облигацию на кредитный риск — банкротство проектной компании.

Существует также ограничение, связанное с размещением структурных облигаций. Их могут покупать только квалифицированные инвесторы. Но, поскольку институ-

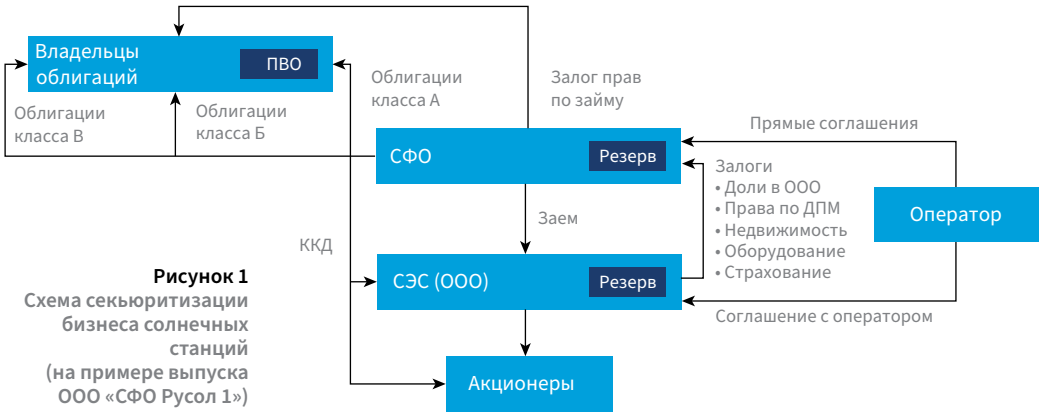

Рисунок 1
Схема секьюритизации бизнеса солнечных станций (на примере выпуска ООО «СФО Русол 1»)

циональные инвесторы и банки считаются квалифицированными в силу закона, размещению это ограничение не помешало.

Для структурных облигаций не нужен проспект эмиссии, достаточно меморандума о размещении на бирже.

В качестве залогового обеспечения по проектному займу выступили доли в операционных компаниях, права по ДПМ, объекты недвижимости, крупное оборудование и права по страховым полисам.

Акционеры проектных компаний заключили с эмитентом квазикорпоративные договоры. Согласно ККД, вводятся определенные ограничения на то, как и за что могут голосовать акционеры, по каким вопросам им требуется согласие владельцев облигаций, как это согласие может быть получено и т. д. Также в документации регулируется, в каких случаях допустима выплата части прибыли проектной компании акционерам. Механизм ККД был встроен в структуру сделки, чтобы обеспечить уверенность в том, что солнечные станции будут заниматься только генерацией электроэнергии, обслуживанием своего долга и не смогут совершать сделки в нарушение условий выпуска облигаций.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ НЮАНСЫ

Важный нюанс — наличие оператора станций, который непосредственно занимается их эксплуатацией. С оператором проектные компании изначально заключили соглашение, но в него добавился набор опций проектного финансирования. Особо оговорено, что в случае, если придется обратить взыскание на залог и если к СФО перейдут доли в операционной компании, оператор продолжит обслуживать станции.

Также была предусмотрена возможность выплат дивидендов акционерам проектных компаний при наличии прибыли сверх согласованного с рейтинговыми агентствами норматива, которого достаточно для обслуживания займа. В отличие от обычной секьюритизации резервы были созданы в двух местах структуры: основной — на уровне СФО и дополнительный — на уровне проектных компаний (с хранением во всех случаях на залоговых счетах). Двойное резервирование было необходимо для целей получения приемлемого рейтинга.

В ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Опыт секьюритизации и рефинансирования бизнеса солнечных станций показывает: не нужно опасаться комбинировать разные элементы, разрешенные законодательством. Их вполне можно объединять в комплексные продукты, которые поддерживают регулятор, рейтинговые агентства и в конечном счете инвесторы. С помощью таких комплексных облигационных продуктов можно решать достаточно многообразные задачи реструктуризации или рефинансирования крупных проектов.

Материал подготовлен на основе выступления в рамках IX конференции «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России» 29 октября 2020 года