



**Владимир ГОГЛАЧЕВ,**  
старший юрист практики  
банковского и финансового  
права, рынков капитала,  
адвокатское бюро «Егоров,  
Пугинский, Афанасьев  
и партнеры» (АБ ЕПАМ)

## Рефинансирование проектов ГЧП через публичное размещение облигаций специализированным обществом

**Л**етом 2020 года состоялась размещение трех траншей облигаций различной очередности, эмитентом которых выступило СФО Социально-го развития. Сделка реализована в интересах Группы «ВИС», и она является первой в России сделкой по размещению социальных облигаций.

Совокупный объем средств, полученных от размещения облигаций, составил 6 млрд рублей, из них свыше 5.5 млрд рублей привлечено от рыночных инвесторов через публичное предложение

облигаций классов А<sup>1</sup> и Б<sup>2</sup>. Объем привлеченных средств превысил номинальную стоимость благодаря размещению облигаций старшего и мезонинного траншей с премией.

Денежные средства от размещения облигаций направлены на рефинансиро-

<sup>1</sup> Старший транш, объем выпуска 3.216 млрд рублей по номиналу, объем привлечения — 3.473 млрд рублей.

<sup>2</sup> Мезонинный транш, объем выпуска 1.799 млрд рублей по номиналу, объем привлечения — 2.068 млрд рублей.

вание проекта, соответствующего принципам социальных облигаций Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA). Независимую внешнюю оценку о соответствии проекта указанным принципам проводило рейтинговое агентство «Эксперт РА». Указанные обстоятельства обеспечили включение облигаций в сегмент социальных облигаций Сектора устойчивого развития Московской биржи.

Средства от размещения были направлены на рефинансирование проекта, который представляет собой соглашение о государственно-частном партнерстве (далее — соглашение о ГЧП) по проектированию, созданию и техническому обслуживанию объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры в городском округе город Якутск Республики Саха (Якутия). В рамках проекта построено 12 объектов социальной инфраструктуры: пять школ (включая национальную и школу искусств), пять детских садов, один центр детского творчества — библиотека и один центр культуры и современного искусства.

Сделка СФО Социального развития озаглавлена собой очередной виток развития российского рынка сложноструктурированных сделок и показала новые возможности (ре-)финансирования проектов, реализуемых в рамках закона о государственно-частном партнерстве. При этом мы полагаем, что аналогичным образом можно также осуществить (ре-)финансирование проектов, реализуемых в рамках закона о концессионных соглашениях.

Реализовать эту сделку было бы невозможно без использования уникальной совокупности практических решений, некоторые из них рассмотрим ниже.

### **ОСОБЕННОСТИ ДЕНЕЖНЫХ ТРЕБОВАНИЙ В СОСТАВЕ ЗАЛОГОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ**

В России большинство публичных сделок по размещению обеспеченных денежными требованиями облигаций представляют собой сделки, в рамках которых в обеспечение по облигациям передается пул, состоящий из множества идентичных требований к различным лицам (ипотечные кредиты,

автокредиты и т. д.). «Классическим» условием для подобных сделок является то, что существует ограничение на предельный размер задолженности на одного заемщика в пуле. Тем самым обеспечивается диверсификация портфеля, при которой риск дефолта одного заемщика не создает существенных рисков для исполнения обязательств по размещенным облигациям.

Однако в рамках рассматриваемой сделки использование «классического» подхода было невозможным. Это объясняется спецификой отношений в соглашении о ГЧП. Для постройки объектов социальной инфраструктуры частный партнер — компания «ГЭМ»<sup>1</sup>, осуществлявшая строительство объектов, привлекла заемные средства по двум соглашениям: 3.3 млрд рублей по кредитному договору от Банка «ДОМ.РФ» (актив 1) и 2.36 млрд рублей по договору займа от компании «КПФ», которая входит в периметр Группы «ВИС» (актив 2). По активу 1 предоставлено обеспечение, в том числе в форме залога прав по соглашению о ГЧП.

В дальнейшем денежные требования по обоим активам были уступлены в пользу СФО Социального развития и включены в залоговое обеспечение по размещенным облигациям. Таким образом, в залоге по облигациям находятся только два денежных требования, при этом оба адресованы к одному лицу — ГЭМ.

Предполагается, что исполнение обязательств по активам будет осуществлять компания «ГЭМ» за счет средств, полученных от публичного партнера в рамках исполнения последним своих обязательств по соглашению о ГЧП.

Таким образом, эмитент осуществляет исполнение обязательств по облигациям за счет средств, полученных от частного партнера. Частный партнер, в свою очередь, исполняет свои обязательства перед эмитентом за счет средств, полученных от публичного партнера. Следовательно, структура сделки должна обеспечивать перечисление в пользу СФО Социального развития денежных средств, получаемых частным партнером от публичного партнера.

<sup>1</sup> ООО «ГЭМ» входит в периметр Группы «ВИС».

### ЗАЛОГОВЫЕ СЧЕТА В СДЕЛКЕ

Перечисление в пользу СФО Социального развития денежных средств, получаемых частным партнером от публичного партнера, обеспечивается функционированием двух залоговых счетов в периметре одной кредитной организации (Совкомбанка).

**1) Залоговый счет ГЭМ.** Используется для «блокировки» полученных от публичного партнера средств (то есть ограничения владельца счета в возможности использовать полученные денежные средства по своему усмотрению). Владелец счета является компания «ГЭМ», а залогом прав по договору данного залогового счета обеспечивается исполнение обязательств ГЭМ по активам (то есть обеспечивается исполнение обязательств по кредитному договору и договору займа). Счет используется для зачисления средств от публичного партнера в рамках соглашения о ГЧП и исполнения обязательств по активам, а также для некоторых иных целей (см. ниже).

«Блокировка» полученных от публичного партнера средств обеспечивается за счет комбинации двух факторов:

- установление ограничений на расходование средств с указанного счета до полного исполнения обязательств по активам;
- установление лимитов на цели, отличные от исполнения обязательств по активам.

Необходимость установления лимитов на цели, отличные от исполнения обязательств по активам, обуславливается тем, что публичный партнер обязан зачислять *все платежи, предусмотренные соглашением о ГЧП*, на конкретный счет частного партнера. Информация о реквизитах счета предоставляется публичному партнеру путем направления совместного заявления от финансирующего лица (то есть от кредитора по активу 1) и частного партнера. В рамках сделки до размещения облигаций публичному партнеру было направлено такое заявление, содержащее указание о необходимости перечисления на залоговый счет ГЭМ всех платежей по соглашению о ГЧП.

При этом структура сделки не предполагает, что на исполнение обязательств по активам будут направляться все полученные от публичного партнера суммы. Например, соглашение о ГЧП закрепляет обязанность частного партнера осуществлять обслуживание построенных объектов социальной инфраструктуры. Для этих целей соглашением о ГЧП предусмотрены соответствующие выплаты (эксплуатационные платежи), которые перечисляются на залоговый счет ГЭМ в составе иных выплат по соглашению о ГЧП. Для того чтобы частный партнер мог воспользоваться суммой средств, полученных в качестве эксплуатационных платежей, условия договора залогового счета ГЭМ допускают перечисление определенного объема денежных средств на обычный (расчетный) счет частного партнера.

Помимо эксплуатационных платежей также предусмотрена возможность списания с залогового счета ГЭМ иных сумм, направление которых в пользу владельца облигаций не предполагается согласно финансовой модели сделки. При этом важно отметить, что списание средств с залогового счета ГЭМ по любому основанию допускается только при условии, что оставшихся на залоговом счете ГЭМ денежных средств будет достаточно для исполнения очередного платежа по активам.

**2) Залоговый счет СФО.** Владелец данного счета является СФО Социально-го развития, а залогом прав по договору этого залогового счета обеспечивается исполнение обязательств непосредственно перед владельцами облигаций. Основное предназначение данного счета — зачисление средств, полученных по активам, и исполнение обязательств по облигациям. Кроме того, данный счет используется для «хранения» резервного фонда специального назначения.

Важно отметить, что в рамках данной сделки использован особый порядок оплаты услуг контрагентов эмитента. Традиционный подход заключается в том, что подобные расходы осуществляются напрямую с залогового счета. Соответственно, для обеспечения возможности соответствующих выплат не-

обходимо выделить всех контрагентов в эмиссионной документации и зафиксировать предельный лимит в разрезе каждого из них. Данный подход на практике может вызывать определенные неудобства: во-первых, каждая платежка на контрагента будет проверяться банком на предмет целевого использования средств, а во-вторых, сумма к выплате на конкретного контрагента ограничена выделенным на него лимитом. Функционал «проверка целевого назначения» чаще всего является избыточным, поскольку такой контроль фактически представляет собой надзор за соблюдением управляющей компанией водопада платежей (чего в большинстве сделок не требуется), а проверка каждого платежного поручения от эмитента на цель и лимит может приводить к удорожанию сделки в целом (данный фактор зависит от тарифной политики банка в части исполнения поручений по залоговому счету).

Лимит на конкретного контрагента в определенной степени может быть даже вредным для сделки, так как в силу своей природы не может учитывать особенности функционирования соответствующего контрагента в конкретный момент времени. Например, предположим ситуацию налоговой проверки эмитента. В условиях проверки лицо, оказывающее услуги бухгалтерской компании, будет активно взаимодействовать с сотрудниками налоговой инспекции, при необходимости готовить пояснения, справки и т. д. При этом очень часто договор с бухгалтерской компанией содержит условие, что подобные работы оплачиваются сверх фиксированной цены за «стандартное» сопровождение. Соответственно, в рассматриваемом примере размер вознаграждения на указанного контрагента может существенно увеличиться в конкретный момент времени. В этом случае использование традиционного подхода «установление персонального лимита на контрагента с небольшим запасом» может не покрыть размер вознаграждения, подлежащего выплате за необходимые дополнительные работы. Решением данной про-

блемы могло бы быть «установление персонального лимита с существенным запасом», однако использование данного подхода будет нивелировать сам смысл лимита на контрагентов. Кроме того, существенное завышение будет с высокой долей вероятности вызывать вопросы потенциальных инвесторов, рейтингового агентства и так далее, и в конечном итоге оказывать влияние на транширование.

Поэтому в рассматриваемой сделке использован принципиально иной подход — условия эмиссионной документации предусматривают единый (общий) лимит на выплаты всем контрагентам, который выражен путем установления ограничения на перечисление средств с залогового счета эмитента на расчетный счет эмитента. Соответственно, выплаты контрагентам осуществляются с расчетного счета, а залоговый счет для этих целей не используется. При этом лимит превышает прогнозируемые выплаты на значение, согласованное участниками сделки. Использование данного подхода более эффективно с точки зрения движения средств, поскольку удешевляет и упрощает расчеты, а также с большой вероятностью исключает ситуацию, при которой необходимость оплаты непредвиденных услуг контрагента станет конфликтовать с персональным лимитом на такого контрагента.

#### **ОСОБЕННОСТИ АМОРТИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИЙ**

Еще одной специфической особенностью сделки является механизм расчета размера погашения облигаций для каждой даты выплаты. В «стандартных» сделках денежный поток от должников эмитента может быть только спрогнозирован (с определенной степенью вероятности) и не может быть достоверно определен. Прежде всего это касается тех сделок, где в залог по облигациям передаются портфели требований из кредитов, должники по которым имеют возможность досрочно исполнить свои обязательства. Поэтому в большинстве случаев условия эмиссии включают в себя формулу,

суть которой (упрощенно) заключается в распределении погашения облигаций денежных средств, которые были получены эмитентом в погашение основного долга по заложенным требованиям. Таким образом, скорость погашения облигаций в полной мере зависит от скорости погашения заложенного портфеля, а скорость погашения портфеля, в свою очередь, зависит исключительно от усмотрения должников (то есть вне сферы контроля инвестора, эмитента и/или сервисного агента). Поэтому размер погашения облигаций в «стандартных» сделках плавающий и определяется для каждой даты выплаты после того, как становится понятным фактический объем поступлений от должников за соответствующий период времени.

Однако в рамках сделки СФО Социального развития в силу специфики требований в обеспечении был применен иной подход. Это стало возможным благодаря тому, что соглашение о ГЧП предусматривает обязанность публичного партнера каждый квартал выплачивать в пользу частного партнера конкретный объем денежных средств; при этом до определенного времени публичный партнер ограничен в возможности исполнять свои обязательства досрочно.

Частный партнер, в свою очередь, обязан направлять значительную часть полученных от публичного партнера денежных средств на исполнение обязательств по активам. Размеры выплат для каждого календарного квартала определяются в кредитном договоре / договоре займа таким образом, чтобы их совокупный размер был меньше выплат, получаемых частным партнером от публичного партнера в таком квартале.

#### **БАЗОВЫЙ ПОДХОД. ПЛАНОВАЯ АМОРТИЗАЦИЯ**

Структура сделки предполагает, что полученные для погашения активов средства направляются в погашение облигаций. Размеры выплат по активам заранее известны, что, в свою очередь, обеспечило возможность установле-

ния фиксированного графика амортизации облигаций. Данный подход был использован в качестве базового подхода к амортизации размещенных облигаций.

При разработке эмиссионной документации необходимо было учесть, что итоговый объем эмиссии и, соответственно, график погашения облигаций напрямую зависят от остатка задолженности частного партнера по активам *на дату начала размещения облигаций*. Однако на момент финализации эмиссионных документов и представления их на государственную регистрацию дата размещения не могла быть спрогнозирована с абсолютной точностью — участникам сделки была известна только плановая дата размещения.

Таким образом, если график погашения облигаций был бы указан в тексте решения о выпуске ценных бумаг и заполнен исходя из допущения, что облигации будут размещены в плановую дату, то перенос даты размещения неизбежно повлек бы за собой необходимость внесения изменений в эмиссионную документацию для корректировки графика. Чтобы исключить подобный риск в рамках сделки, было использовано следующее решение: в текст эмиссионных документов включено указание о плановом частичном погашении облигаций в каждую дату выплаты, но конкретные значения амортизации для каждой даты выплаты были внесены в сообщение о существенном факте, которое было опубликовано эмитентом непосредственно перед началом размещения.

Фиксированная плановая амортизация обеспеченных залогом облигаций является нетипичным решением для российского финансового рынка, однако в данном случае оно было наиболее эффективным и одновременно обеспечивало дополнительный комфорт потенциальным инвесторам.

#### **РЕЗЕРВНЫЙ ПОДХОД. РАСЧЕТНАЯ АМОРТИЗАЦИЯ**

Как было отмечено выше, после наступления определенной даты у публичного партнера возникает право испол-

нить свои обязательства по соглашению о ГЧП досрочно, в том числе частично.

Для того чтобы обеспечить интересы владельцев облигаций, структура сделки предусматривает обязанность частного партнера при получении досрочного исполнения по соглашению о ГЧП направить сумму такого досрочного исполнения в погашение задолженности по кредитному договору и договору займа. В этой связи кредитный договор и договор займа содержат два режима расчета сумм погашения: режим фиксированных платежей (то есть согласно установленному графику погашения) и режим пропорционального распределения. Триггером для перехода на режим пропорционального распределения является досрочное исполнение обязательств публичным партнером. При этом переход от режима фиксированных платежей к режиму пропорционального распределения осуществляется только в случае, если объем досрочного погашения по соглашению о ГЧП является существенным. Так, для целей сделки согласовано, что если объем досрочного погашения от публичного партнера в календарном квартале превышает ожидаемый размер погашения не более чем на 5%, то режим выплат по активам не изменяется.

Отметим, что обратный переход к режиму фиксированных платежей не допускается.

Изменение режима расчета сумм погашения по активам приводит к трансформации выплат по облигациям. С момента получения досрочного исполнения по активам график фиксированной амортизации облигаций не применяется, а все полученные средства для погашения основного долга по активам направляются эмитентом в погашение основного долга по облигациям (пропорционально номинальной стоимости облигаций класса А и облигаций класса Б на дату начала их размещения).

Реализация сделки СФО Социального развития требовала большого количества нестандартных решений и в конечном итоге стала возможна прежде всего благодаря креативности участников сделки (особенно Группы «ВИС», БКС и Банка «ФК Открытие») и их готовности отказываться от шаблонных механизмов в пользу нетиповых решений. Надеемся, что предложенная структура послужит образцом для участников рынка, а рассмотренная сделка останется первой, но не единственной сделкой (ре-)финансирования проектов, реализуемых в рамках закона о государственно-частном партнерстве и закона о концессиях.