

# Секьюритизация проектов ГЧП: современная техника доступна

## Резюме

Проекты ГЧП, вышедшие на эксплуатационную стадию, являются кандидатами на рефинансирование через сделки секьюритизации. Потенциальный объем такого рынка составляет порядка 800 млрд рублей. За счет структурирования и механизмов кредитного усиления инвесторам может быть предложен высоконадежный долговой инструмент. Кроме того, дополнительную привлекательность таких облигаций для инвесторов может обеспечить статус зеленого или социального финансирования.

**Почти треть российского рынка ГЧП, или проекты на 1 трлн рублей, уже вышли на эксплуатационную стадию.** По данным платформы «РОСИНФРА», по состоянию на август 2020 года в РФ на разных стадиях реализации существует свыше 2,8 тыс. проектов ГЧП, общий объем инвестиций которых составляет порядка 3,5 трлн рублей, включая 2,6 трлн рублей частных инвестиций. Основную массу составляют мелкие проекты с объемом затрат менее 3 млрд рублей (97 % от общего количества), но на их долю приходится всего 10 % частных вложений. Наибольший объем средств частных инвесторов сосредоточен на средних и крупных проектах, при этом больше половины приходится на транспортную сферу. Количество реализуемых проектов, объем затрат которых превышает 3 млрд рублей, насчитывает порядка 90. Совокупно на эти проекты приходится около 3,1 трлн рублей инвестиций. Из них 38 проектов, совокупная величина инвестиций в которые составляет 965 млрд рублей, уже вышли на эксплуатационную стадию. Такие проекты, как правило, демонстрируют более высокую устойчивость к экономической нестабильности.

**Проекты ГЧП в эксплуатационной стадии являются кандидатами на секьюритизацию.** Формирование пула сделок ГЧП под секьюритизацию оправдано при мелких чеках отдельных проектов, но требует соблюдения однородности и стандартности условий проектов и кредитной документации. Для проектов свыше 3 млрд рублей технология секьюритизации доступна в рамках одного ГЧП-соглашения. Права требования в рамках проекта ГЧП в эксплуатационной стадии соответствуют характеристикам, которые требует секьюритизация: долгосрочность и прогнозируемость денежных поступлений от стороны, обладающей, как правило, высокой кредитоспособностью. Потенциальный объем рынка инструментов секьюритизации таких проектов ГЧП велик и составляет порядка 800 млрд рублей.

**Юрий Уваровский**,  
ведущий аналитик,  
рейтинги структурированного  
финансирования  
uvarovskiy@raexpert.ru

**Екатерина Михлина**,  
младший директор,  
рейтинги структурированного  
финансирования  
mihlina@raexpert.ru

**Александра Веролайн**,  
управляющий директор,  
рейтинги структурированного  
финансирования  
verolajnen@raexpert.ru

### Контакты для СМИ

+7 (495) 225-34-44

(доб. 1706, 1650)

+7 (495) 225-23-54

(доб. 1706, 1650)

pr@raexpert.ru

### АО «Эксперт РА»

Москва, ул. Николаямская,  
дом 13, строение 2

+7 (495) 225-34-44

+7 (495) 225-23-54

info@raexpert.ru

© 2020 АО «Эксперт РА».

Все материалы сайта являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом. Предоставленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Настоящая информация не может распространяться любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)

Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Рейтинговые оценки выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, выпущенных агентством, или отсутствием всего перечисленного. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru).

Секьюритизация долгового финансирования и акционерных займов, привлеченных на старте проекта, привлекательна возможностью досрочного выхода из проекта, разгрузки капитала и снижения процентного риска, трансформации кредита в более ликвидную форму и диверсификации долговых обязательств.

**Меры кредитного усиления при структурировании сделок позволяют создать надежный долговой инструмент.** Главная задача при секьюритизации заключается в создании такой структуры сделки, при которой риск вложений инвестора не превышал бы риск кредитоспособности публичного партнера. Помимо уровня кредитоспособности региона на своевременность и полноту выплат могут влиять характеристики проекта и источники его финансирования. Мерами кредитного усиления являются выпуск облигаций с разной приоритетностью выплат, защищающей держателей старшего долга, наделение эмитента правами безакцептного списания средств с залогового и расчетных счетов частного партнера, ограничение проектной компании в привлечении нового долга и инициации изменений условий прав требований, формирование резервного фонда в отдельном банке с высокой кредитоспособностью и наделение его функцией резервного банка залогового счета и другое.

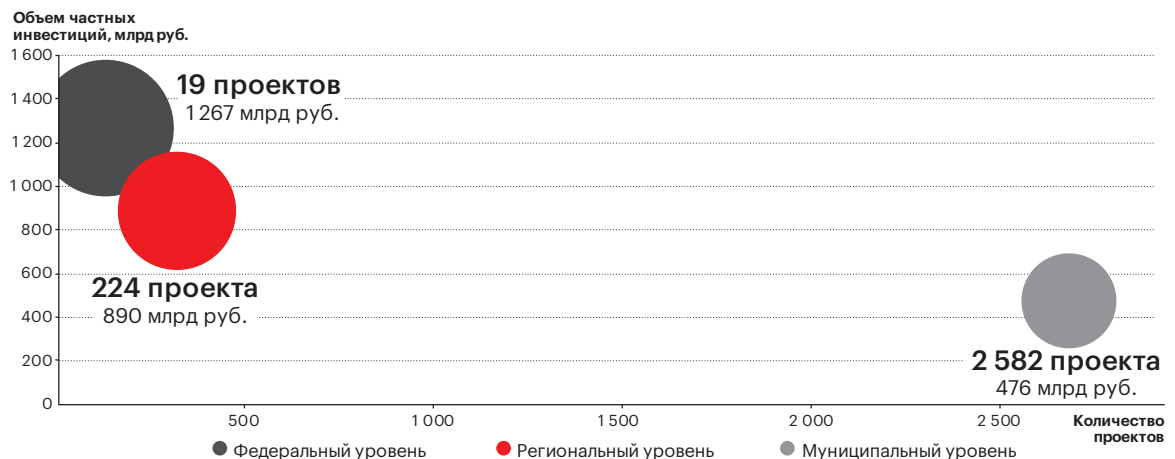
**Рефинансирование через выпуск структурных облигаций требует внимания к определению кредитного события.** Альтернативным способом рефинансирования в проектах ГЧП является выпуск структурных облигаций. Интерес к таким выпускам связан с желанием originатора не принимать 20 %-ный риск при уступке прав требований к проектной компании, что является условием для сделок секьюритизации в соответствии с Указанием Банка России от 7 июля 2014 года № 3309-У. Кроме того, существует регуляторный пробел, ограничивающий возможности вложений институциональных инвесторов в инструменты неипотечной секьюритизации в связи с отсутствием применения рейтинговой шкалы с постфиксом «sf» в регуляторных требованиях. При этом структурные облигации являются более рискованным инструментом для инвесторов. Особенность таких инструментов состоит в том, что получение инвесторами полной номинальной стоимости и начисленного процентного дохода зависит не только от вероятности дефолта участников сделки (базового актива, банка залогового счета, контрагента по хеджу при наличии), но и от вероятности наступления кредитного события, определение которого может быть дано широко в эмиссионной документации.

**Получение зеленого или социального статуса облигаций пока не дает экономии по ставке, но имеет позитивный PR-эффект для публичной стороны и инвесторов.** Долговые инструменты под проекты ГЧП, учитывая их специфику, могут быть кандидатами на получение зеленого или социального статуса. Получение облигациями статуса зеленых или социальных пока не дает экономии на премии, но имеет имиджевые выгоды для региона, в котором реализован проект, а также для его инвесторов. Создание отдельного сектора на Московской бирже и аккредитация верификаторов, выдающих независимое заключение о соответствии облигаций принципам ISMA, – это уже реализованные шаги в направлении развития рынка ответственного финансирования, объем которого пока составляет только семь выпусков на 11,5 млрд рублей. После институционализации критериев зелены и социальности можно ожидать изменений в нормативных документах, которые создадут реальные экономические выгоды для участников рынка и простимулируют его развитие: например, субсидирования купонной ставки, компенсации затрат на верификацию, снижения резервов и коэффициентов риска по таким инвестициям банками и выделения специальных лимитов институциональными инвесторами.

**Почти треть российского рынка ГЧП, или проекты на 1 трлн рублей, по объему инвестиций уже вышли на эксплуатационную стадию.** По состоянию на начало августа 2020 года в Российской Федерации на разных стадиях реализации существует свыше 2,8 тыс. проектов ГЧП<sup>1</sup>, общий объем инвестиций в которые составляет порядка 3,5 трлн рублей, включая 2,6 трлн рублей частных инвестиций<sup>2</sup>, согласно данным платформы «РОСИНФРА». На текущий момент наибольшее количество проектов осуществляют на муниципальном уровне (см. график 1), однако, как правило, это мелкие проекты, не требующие привлечения крупных частных вложений. На 01.08.2020 их количество составляет 2 582 с привлечением 476 млрд рублей частных средств. На региональном уровне реализуют 224 проекта, в которые инвестировано 890 млрд рублей. На федеральном же уровне реализуют самые масштабные проекты, и здесь сосредоточен основной объем инвестиций: на 19 проектов приходится 1 267 млрд рублей частных вложений.

**График 1.** Наибольший объем частных инвестиций приходится на проекты, реализуемые на федеральном уровне

Площадь круга соответствует объему привлеченных частных инвестиций в млрд руб.



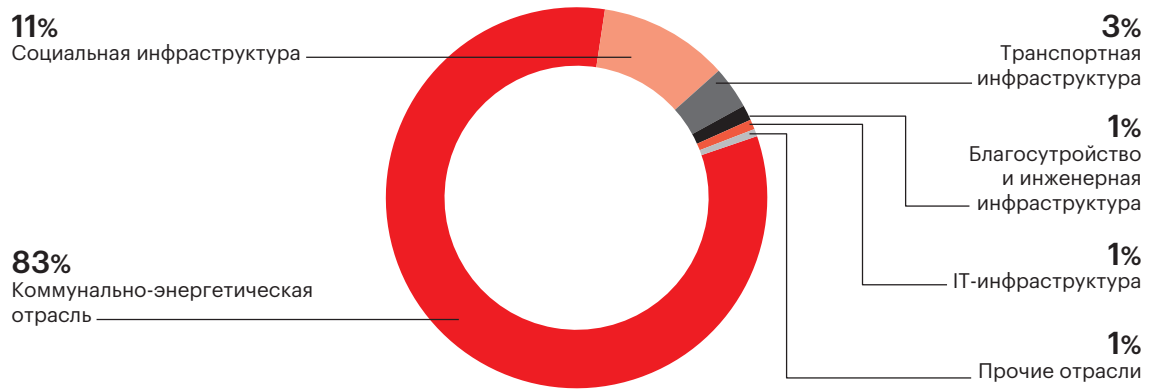
Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

В отраслевой структуре российского рынка ГЧП первенство занимают коммунально-энергетическая и транспортная сферы по количеству проектов и объемам инвестирования соответственно. На коммунально-энергетическую отрасль приходится 2 357 проектов, или 83 % от общего количества, хотя по привлеченным средствам это всего 17 % от суммарной величины частных инвестиций (см. графики 2 и 3). В то время как на транспортную сферу приходится больше половины всех частных вложений: 56 %, или 1,5 трлн рублей. При этом количество транспортных проектов составляет только 3 % от общего числа.

<sup>1</sup> В данном исследовании под проектами Государственно-частного партнерства (ГЧП) подразумеваются только проекты, осуществляемые по концессионным соглашениям в рамках 115-ФЗ и по соглашениям о ГЧП/МЧП, заключенным в рамках 224-ФЗ и в рамках регионального законодательства.

<sup>2</sup> Средства, привлеченные в проект от частной стороны, включая долговое финансирование.

**График 2.** Наибольшее количество проектов ГЧП реализуют в коммунально-энергетической отрасли



Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

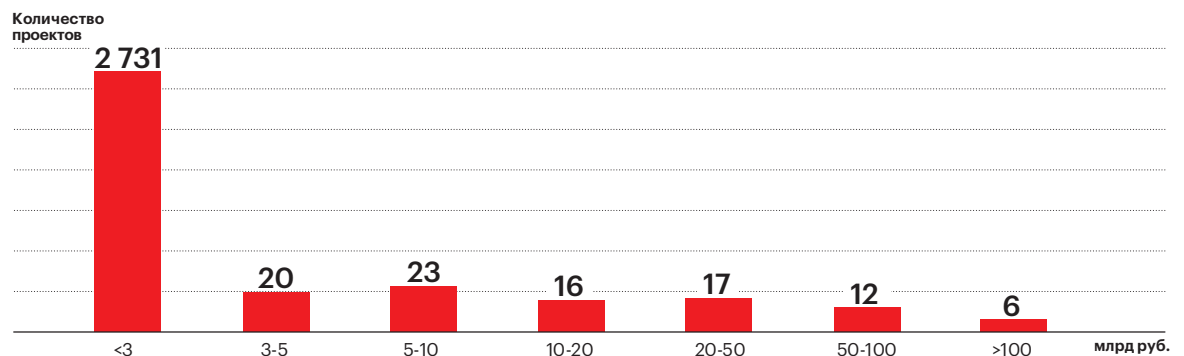
**График 3.** По объему частных инвестиций среди отраслей лидирует транспортная инфраструктура



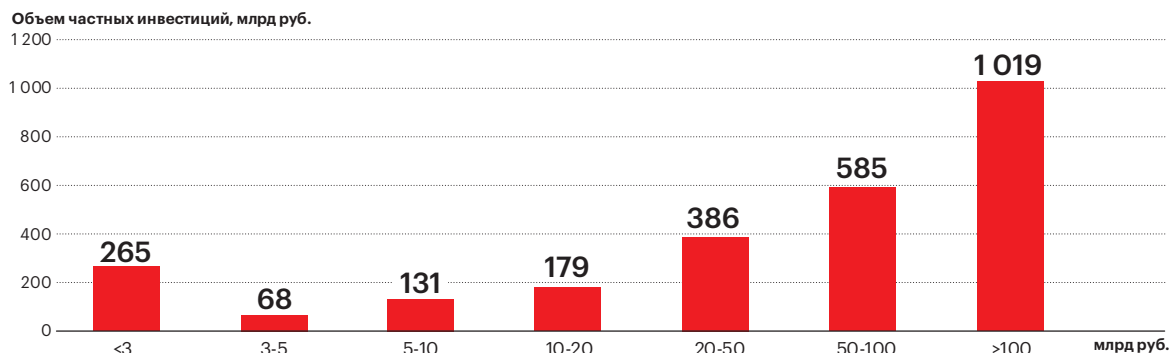
Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

Несмотря на то что основную массу российских проектов ГЧП составляют мелкие проекты с объемом инвестиций менее 3 млрд рублей (их количество насчитывает более 2,7 тыс., или 97 % от общего числа (см. график 4)), на их долю приходится всего 10 % частных вложений. Наибольший объем частных средств сосредоточен на средних и крупных проектах (см. график 5), при этом более трети средств частных инвесторов приходится на проекты с чеком выше 100 млрд рублей.

**График 4.** 97% от общего количества проектов ГЧП составляют проекты с объемом инвестиций до 3 млрд рублей

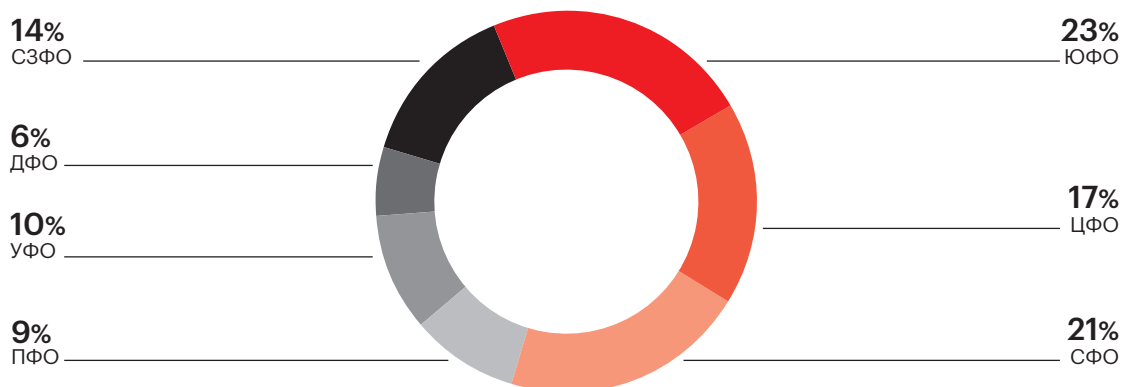


Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

**График 5.** Более трети частных инвестиций приходится на проекты с чеком выше 100 млрд рублей


Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

Всего на текущий момент количество реализуемых проектов, объем затрат на которые превышает 3 млрд рублей, насчитывает порядка 90. Совокупно на эти проекты приходится около 3,1 трлн рублей инвестиций, из которых почти 2,4 трлн рублей – частные средства. При этом среди всех федеральных округов по количеству проектов лидирует Северо-Западный, где реализуют 18 проектов с затратами свыше 3 млрд рублей, а по объему частных вложений – Южный, на который приходится 473 млрд рублей частных средств, большая их часть вложена в крупные федеральные проекты в сфере транспортной инфраструктуры. Наименее развито направление ГЧП в Дальневосточном федеральном округе, где реализуют всего девять проектов с общей суммой частных инвестиций 112 млрд рублей, или 6 % от их объема (см. график 6). В Северо-Кавказском федеральном округе проекты с объемом вложений свыше 3 млрд рублей отсутствуют.

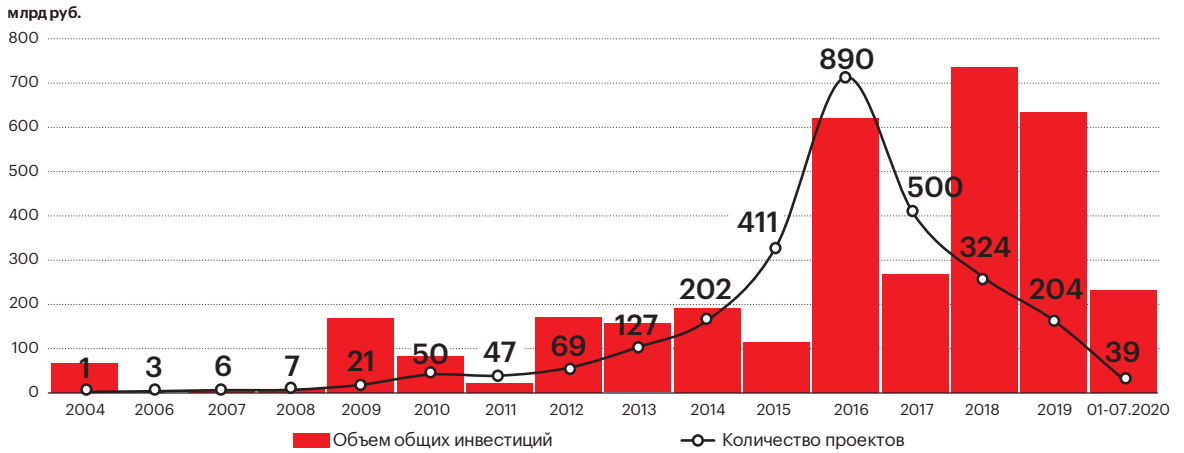
**График 6.** Распределение частных инвестиций в проекты ГЧП с затратами свыше 3 млрд рублей по федеральным округам


Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

Наибольшее количество проектов ГЧП было запущено в 2016-м, а максимальные объемы инвестирования были достигнуты в 2018–2019 годах, когда в проекты ГЧП было вложено 735 и 635,5 млрд рублей соответственно (см. график 7). Наибольшее количество проектов с объемом инвестиций более 3 млрд рублей стартовало также в 2018–2019 годах (см. график 8). Первое полугодие 2020-го оказалось сложным для российской экономики ввиду пандемии коронавирусной инфекции, а также снижения цен на нефть. Однако стоит отметить, что рынок концессий и ГЧП устойчив к кризисным явлениям. Активность в этом сегменте, как и в других, заметно снизилась, но полной остановки деятельности и дефолтов по привлеченным заемным средствам не наблюдается. Кроме того, заключаются

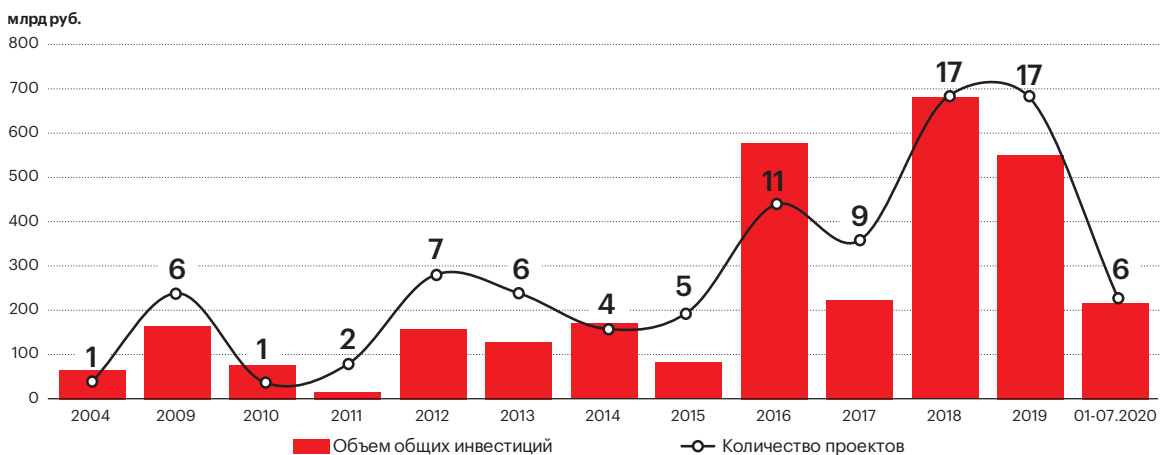
новые соглашения, хоть и в меньшем количестве, чем раньше. С начала года было запущено 39 проектов, общий объем инвестиций которых составляет 233 млрд рублей.

**График 7.** В 2016 году был достигнут пик по количеству запущенных проектов ГЧП



Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

**График 8.** Наибольшее количество крупных проектов было запущено в 2018–2019 годах



Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

Как правило, наиболее устойчивы к экономической нестабильности проекты, которые уже вышли на стадию эксплуатации. Среди крупных проектов (с частными инвестициями более 3 млрд рублей) 38 на текущий момент находятся в эксплуатационной стадии (см. график 9). Совокупная величина вложений в них составляет 965 млрд рублей, или треть от всего российского рынка ГЧП. Самым крупным проектом, вышедшим на стадию эксплуатации, является общероссийский федеральный проект по созданию системы цифровой маркировки и прослеживания (мониторинга) оборота товаров, объем частных инвестиций в который превышает 220 млрд рублей. Другими наиболее крупными проектами, вышедшими на стадию эксплуатации, являются проекты, связанные со строительством и обслуживанием скоростной автомобильной дороги М-11 «Москва – Санкт-Петербург» (два проекта, общий объем инвестиций в которые составляет 82,6 и 59,6 млрд рублей, из них 25 и 36,6 млрд рублей частные), а также проект создания автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр» (общий объем инвестиций 120 млрд рублей, из них 69,3 млрд рублей частные), это длинные проекты сроком до 2039–2042 годов.



**График 9.** Около 1 трлн рублей инвестиций приходится на крупные проекты, вышедшие на стадию эксплуатации



Источник: «Эксперт РА», по данным платформы «РОСИНФРА» по состоянию на 01.08.2020

**Проекты ГЧП в эксплуатационной стадии являются кандидатами на секьюритизацию.** Одним из направлений финансирования сделок ГЧП является секьюритизация портфеля проектов. Формирование пулов прав требований позволяет снизить риски инвесторов за счет диверсификации. Первый такой выпуск на российском рынке состоялся в 2017 году. Облигации объемом 1,8 млрд рублей были выпущены ООО «СФО Социальная инфраструктура 1» в рамках сделки секьюритизации 16 кредитов, выданных Газпромбанком двум компаниям на финансирование ГЧП-проектов. Финансируемые проекты включали четыре дошкольных образовательных учреждения, две школы и автодорогу в Санкт-Петербурге и 14 дошкольных образовательных учреждений в Томской области. Объекты были уже введены в эксплуатацию к моменту размещения. Выпуск был досрочно погашен в 2019 году. Размещение ООО «СФО Социальная инфраструктура 1» пока остается единственным примером выпуска облигаций под портфель ГЧП-проектов.

Формирование портфеля под сделку требует соблюдения однородности и стандартности условий проектов и кредитной документации, что является сложной задачей. Отсутствие однородности усложняет оценку кредитного качества выпуска. Тиражирование типизированных проектов является сегодня одним из перспективных направлений развития рынка ГЧП, создающим в свою очередь запрос на секьюритизацию. Такие «коробочные» решения по небольшим проектам уже разработаны несколькими российскими банками. Формирование пула проектов под секьюритизацию оправдано при мелких чеках отдельных проектов. Выпуск менее 2–3 млрд рублей, учитывая затраты на его подготовку и расходы на инфраструктуру в течение обращения, может быть экономически нецелесообразен. Для крупных же проектов технология секьюритизации доступна в рамках одного ГЧП-соглашения. Кроме того, такая структура более прозрачна для инвесторов.

Примером подобной сделки является трехтраншевый мультиоригинаторный выпуск облигаций общим объемом 5,6 млрд рублей ООО «СФО «Социального развития», размещенный в 2020 году (кредитный рейтинг старшего транша ruA.sf и мезонинного транша ruBBB+.sf от агентства «Эксперт РА»), обеспечением по которым выступают денежные требования по кредитному договору и договору акционерного займа в отношении проектной компании, являющейся частным партнером по одному СГЧП. Проект включает строительство и техническое обслуживание 12 социальных объектов (объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры) в Якутске. Все объекты к моменту

выпуска облигаций были введены в эксплуатацию и обслуживались частным партнером. Публичной стороной по соглашению выступают Республика Саха (Якутия) и Якутск.

Проект ГЧП, как правило, становится кандидатом на секьюритизацию после завершения инвестиционной стадии и выхода на эксплуатацию. Объем частных инвестиций в проекты свыше 3 млрд рублей, которые находятся на текущий момент в эксплуатационной стадии, составляет, по оценкам агентства, порядка 790 млрд рублей. До завершения инвестиционной стадии секьюритизация также возможна, но риски по сделке существенно выше. Они обусловлены потенциальными сдвигами сроков строительства, затягиванием согласования выплат публичной стороной, возникшим по особым обстоятельствам, чаще всего в связи с задержками по предоставлению земельных участков или ростом сметы, например, в результате девальвации. Подобные обстоятельства будут требовать внесения изменений в документацию, в том числе и эмиссионную, для чего будет необходимо одобрение ОСВО, которое на практике будет сложно оперативно получить при диверсифицированной структуре держателей облигаций. Права требования в рамках проекта в эксплуатационной стадии соответствуют характеристикам, которые требует секьюритизация: долгосрочность и прогнозируемость денежных поступлений от стороны, обладающей, как правило, высокой кредитоспособностью. Денежные потоки в таких сделках могут иметь форму субсидий на компенсацию затрат, понесенных частным лицом в рамках реализации проекта, инвестиционного платежа концедента или рыночной выручки со встроенным механизмом минимальной гарантированной доходности (МГД).

Предметом сделки секьюритизации могут выступать права требования к публичной стороне по СГЧП или КС, права требования по кредитам частного партнера, выданным финансирующим лицом, являющимся стороной прямого соглашения, или права требования по средствам, предоставленным проектной компании как финансирующим лицом, так и акционерами. По состоянию на конец 2018 года, по оценкам платформы «РОСИНФРА», порядка 3 % проектов в количественном выражении реализовывалось с привлечением долгового финансирования. При этом на них пришлось более половины частных инвестиций рынка ГЧП. В среднем доля заемных средств составляет около 65 % от объема частных инвестиций в проекты ГЧП.

Структура сделки зависит от особенностей документации каждого конкретного проекта. Особым вопросом является возможность уступки прав требований к публичной стороне, которые частный партнер получил в рамках конкурса. Возможности уступки и связанные с ней процедуры прописаны в самом СГЧП или концессии. Даже при наличии согласия публичной стороны на такую уступку возникают риски возражений антимонопольных органов. Тем не менее разъяснения Верховного суда (№ 307-ЭС16-19959 от 20.04.2017) по схожим случаям свидетельствуют о том, что ни бюджетное, ни гражданское законодательство не содержит прямых запретов на уступку прав требований по государственному контракту после выполнения работ по нему. Таким образом, признается правомерность уступки оплаты за выполненные работы, а не самих работ.

Возможность и процедура уступки прав требований финансирующего лица к частному инвестору, как правило, отражены в тексте прямого соглашения. Например, могут быть предусмотрены запрет на такую уступку или ее возможность после получения согласия публичной стороны или иных кредиторов. Секьюритизация прав требований финансирующего лица, являющегося стороной по прямому соглашению, позволяет получить инвесторам все преимущества залогового кредитора в ГЧП. Например, документация



по ГЧП-проекту не допускает внесения изменений в КС или СГЧП, создающих риск нехватки средств для обслуживания обязательств частным партнером, предполагает выплату полной компенсации вложенных кредитором средств при досрочном расторжении соглашения, дает право безакцептного списания средств со счетов частного партнера. В залоге финансирующего лица могут находиться не только права требования к публичной стороне, но и сами возводимые объекты, что допускает взыскание задолженности при дефолте публичной стороны через реализацию заложенного имущества.

Сторона прямого соглашения, финансирующее лицо, имеет преимущества по сравнению с иными кредиторами частного партнера, которыми, как правило, являются акционеры. Их займы являются необеспеченными, а их обслуживание менее гарантировано. Например, в случае расторжения КС или СГЧП по вине частного партнера публичной стороной может не быть компенсирован размер вложенных акционерами средств или уменьшена их доходность. Также, например, часть инвестиционного платежа концедента, обслуживающая акционерные займы, может быть отнесена к уменьшаемой. Ее размер может меняться в зависимости от размера накопленных частным инвестором штрафов в период эксплуатации. Но акционерные займы, имеющие по своей природе субординированный характер, также могут выступать объектом секьюритизации, и перечисленные выше их особенности влияют на профиль рисков сделки.

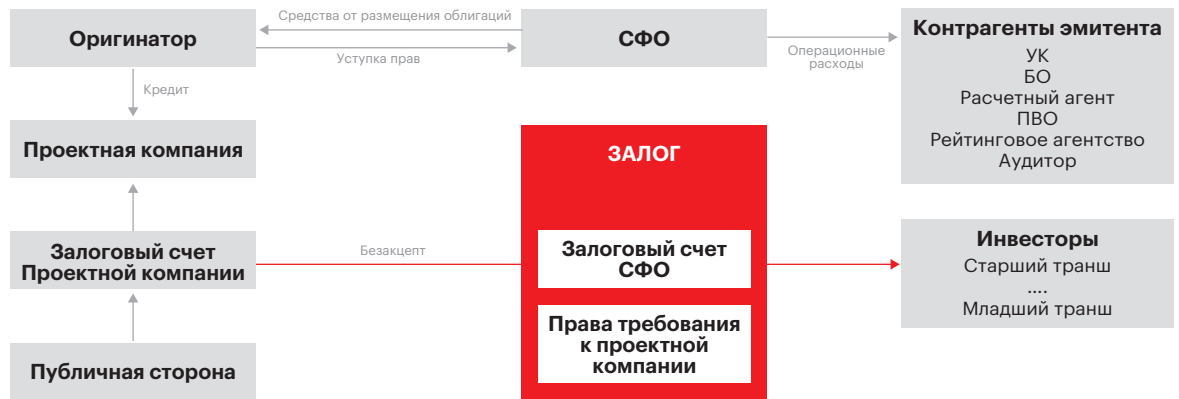
Мотивы сделки секьюритизации для первоначального кредитора могут быть связаны с желанием разгрузить капитал и снизить процентный риск, продав долгосрочный актив. Кроме того, как правило, в таких сделках предусматривается уменьшение ставки по кредиту по мере реализации проекта. Маржа кредитора, как правило, снижается на эксплуатационной стадии. Кроме того, ставка по кредиту чаще всего привязана к ИПЦ, что менее интересно для банков, но может быть привлекательно для НПФ, для которых инфляция является бенчмарком доходности инвестиций. Интерес акционеров к секьюритизации займов может быть связан с желанием досрочно получить вложенные средства, а также трансформировать актив в более ликвидную форму, в облигации, которые могут быть предметом сделок РЕПО. Кроме того, мотивом может быть желание диверсифицировать долговые обязательства и снизить зависимость проектной компании от единственного кредитора.

Публичная сторона также может быть заинтересована в секьюритизации. Сделка секьюритизации может предусматривать удешевление фондирования, что позволяет публичной стороне при внесении соответствующих изменений в документацию сэкономить на компенсации процентных расходов частного инвестора. К тому же в случае крупных региональных проектов выпуск может стать привлекательным объектом для размещения сбережений местным населением. Такие вложения дают более высокий процентный доход по сравнению с банковскими депозитами, а само предложение подобного инструмента усиливает PR-эффект от проекта и может повысить оценку деятельности местной власти.

Наконец, секьюритизация способна значительно расширить круг инвесторов в ГЧП. На текущий момент рынок долга в ГЧП-проектах занят несколькими банковскими группами и связанными с ними НПФ. Заинтересованность банков во вложении в такие структурированные инструменты связана с их высокой эффективной доходностью за счет экономии капитала, которая достигается за счет пониженного риск-веса по старшему траншу в соответствии с измененным в октябре 2018 года положением 647-П.

**Меры кредитного усиления при структурировании сделок позволяют создать надежный долговой инструмент.** Ключевыми носителями риска для денежных потоков, являющихся источником обслуживания облигаций, выступают частный инвестор, публичная сторона и банк счета эмитента.

**Рисунок.** Схема сделки секьюритизации поступлений в рамках проекта ГЧП



Источник: «Эксперт РА»

Главная задача при секьюритизации заключается в создании такой структуры сделки, при которой риск вложений инвестора не превышал бы риск кредитоспособности публичной стороны. В сделках ГЧП публичный партнер берет на себя обязательства по предоставлению капитального гранта (на инвестиционной стадии), выплатам при особых обстоятельствах, компенсациям при расторжении, а также аннуитетным выплатам в период эксплуатации, компенсирующим затраты обслуживания и строительства объекта. Риски этих поступлений связаны с возможными задержками платежей (кредитный риск), оспариванием сумм через суд (правовой риск) и риском изменения нормативной и законодательной баз, касающегося ГЧП, с обратной силой применения (институциональный риск). Институциональные риски не являются управляемыми. Правовой риск по сделке должны закрывать тщательная юридическая проработка документации на стадии контрактации и соответствующее юридическое заключение по ней. Кредитный риск является измеримым и управляемым. Наиболее адекватной и удобной мерой кредитного риска является кредитный рейтинг публичной стороны. В рейтинге субъектов РФ по уровню развития сферы ГЧП от Минэкономразвития<sup>3</sup> в тройку лидеров входят регионы, имеющие высокие кредитные рейтинги – Самарская область, Москва и Московская область. При этом внизу этого рейтинга преимущественно находятся регионы Кавказа, у которых кредитные рейтинги отсутствуют. Кредитный рейтинг регионов может служить хорошим ориентиром для частного инвестора при размещении средств в проекты ГЧП, поскольку наличие высокого кредитного рейтинга публичной стороны повышает вероятность своевременного выполнения публичным партнером взятых обязательств по проекту.

Помимо уровня кредитоспособности региона на своевременность и полноту выплат могут влиять характеристики проекта и источники его финансирования. Например, целевой характер субсидий из федерального центра или бюджета вышестоящего уровня увеличивает вероятность высокой платежной дисциплины. Также более приоритетными являются выплаты по крупным, социальным проектам. Кроме того, на своевременность выплат могут

<sup>3</sup> [https://www.economy.gov.ru/material/file/764aafac33fa544aec5b3008619e92a8/reiting\\_gchp\\_022020.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/764aafac33fa544aec5b3008619e92a8/reiting_gchp_022020.pdf)

влиять характер взаимоотношений в регионе между законодательной и исполнительной властью и опыт работы региона в рамках ГЧП. О рисках задержек платежей могут свидетельствовать факты образования просроченной кредиторской задолженности в прошлом.

Для минимизации риска дефолта по облигациям в результате задержек поступлений от публичного партнера в сделке секьюритизации предусматривается счет резерва обслуживания долга. Его величина, как правило, составляет объем полугодовых выплат по облигациям. Источником его формирования, как правило, являются средства originатора. Также в качестве меры кредитного усиления может использоваться транширование – выпуск облигаций с разной приоритетностью выплат. Его влияние наиболее значительно при наличии в сделке двух и более публичных партнеров разного кредитного качества. Транширование позволяет повысить кредитное качество облигаций старшей очереди и увязать его с более надежной стороной. Также транширование эффективно при наличии риска снижения выручки частного партнера, например, при отсутствии полной компенсации риска трафика через МГД от публичной стороны.

Кроме того, в сделке важно обеспечить герметичность движения денежных потоков от публичной стороны до эмитента. Защита денежного потока может обеспечиваться через ограничение списаний средств со счета проектной компании, на который поступают средства от публичной стороны, использование одного расчетного банка по счетам частного партнера и эмитента и наделение СФО правом безакцептного списания средств со счета частного партнера. Проектная компания также ограничивается в праве привлечения иных займов или выдач поручительств в целях контроля сохранения устойчивости ее риск-профиля. Кроме того, в эмиссионной документации должно накладываться ограничение на возможность изменений ключевых условий (ставки, срочность, обеспечение) прав требований, формирующих базовый актив по облигациям. Такие изменения могут вноситься только через одобрение ОСВО.

При герметичности трансляции потоков влияние частного партнера сводится исключительно к риску ненадлежащей эксплуатации. Претензии со стороны концедента могут влиять на размер эксплуатационного платежа и уменьшаемой части инвестиционного платежа, обслуживающей акционерный заем. Если такая возможность снижения не предусмотрена по соглашению, то кредитоспособность проектной компании в полной мере соответствует кредитоспособности публичной стороны. В некоторых сделках существенные нарушения в эксплуатации могут быть основаниями для расторжения соглашения. В случае секьюритизации прав требований к самому публичному партнеру в сделке для снижения эксплуатационных рисков может быть предусмотрена резервная обслуживающая компания. Однако связанность резервной и основной обслуживающей компаний не позволяют считать такую меру кредитной поддержки эффективной. Расторжение соглашения влечет дефолт по облигациям. Выплата компенсации публичной стороной произойдет в течение срока, оговоренного в соглашении, но, как правило, этот период составляет не менее полугода. Учет этого постдефолтного возмещения потерь по выпуску позволяет более комплексно оценить риски держателей облигаций.

Наконец, кредитный риск для сделки представляет банк залогового счета эмитента, на который поступают средства от публичного партнера или проектной компании. При невысоком кредитном рейтинге банка целесообразно предусмотреть на этапе структурирования сделки наличие резервного банка счета. При отсутствии резервного банка замена банка счета требует длительного времени для согласования на ОСВО внесений

изменений в эмиссионную документацию. За это время может наступить дата очередной выплаты, в результате по сделке может быть зафиксирован дефолт. Особо чувствительным для выпуска может быть кредитный риск банка, если в нем помимо основного залогового счета открыт счет резерва. Падение банка будет означать утрату в моменте средств на резервном счете, которые могли бы использоваться для выплат в период смены основного банка залогового счета.

Применение перечисленных механизмов кредитной защиты позволяет создать привлекательный надежный долговой инструмент.

**Рефинансирование через выпуск структурных облигаций требует внимания к определению кредитного события.** Кроме механизма секьюритизации альтернативным способом рефинансирования в проектах ГЧП является выпуск структурных облигаций, выплаты по которым будут обеспечены потоками платежей по СГЧП или концессии. Эмиссия структурных облигаций в российском правовом поле стала возможной в 2018 году после внесения их определения в Федеральный закон № 39-ФЗ. Этот вид облигаций предусматривает право владельца на получение выплат и номинальной стоимости облигации в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств. Структурные облигации относятся к инструментам без защиты капитала, поскольку размер выплат по ним может быть меньше номинальной стоимости. Кроме того, выплаты инвесторам могут осуществляться не только денежными средствами, но и иным имуществом. Такая специфика инструмента обусловила тот факт, что они предназначены лишь для квалифицированных инвесторов.

Отличительной особенностью структурных облигаций является то, что получение инвесторами полной номинальной стоимости и начисленного процентного дохода по ним зависит не только от вероятности дефолта участников сделки (базового актива, банка залогового счета, контрагента по хеджу при наличии), но и от вероятности наступления кредитного события, определение которого фиксируется в эмиссионной документации. При этом трактовка кредитного события может существенно отличаться в различных выпусках. Самым распространенным видом кредитного события, как правило, является дефолт по платежу или банкротство контрольного лица/лиц по сделке. Контрольным лицом по сделке ГЧП, как правило, является проектная компания, права требования к которой формируют обеспечение по облигациям. Менее очевидным определением может стать факт неплатежного дефолта, который наступает при нарушении контрольным лицом установленных в эмиссионной документации ковенант. Важно, чтобы основания наступления кредитного события были четко обозначены для инвесторов и не зависели от слишком широкого круга лиц, например, не только от проектной компании, но и от связанной с ней группы компаний или генподрядчика. Такие условия могут появиться в эмиссионной документации при копировании триггеров на досрочное погашение из кредитного договора с финансирующим лицом. Кредиторы, как правило, предусматривают в договоре широкий перечень оснований для предъявления долга к досрочному погашению в целях комплексного контроля рисков проекта. В случаях широкой трактовки кредитного события существенно растет вероятность его наступления, и, как следствие, повышается риск неполных выплат держателям структурных облигаций.

Под определение кредитного события также может попадать реструктуризация долга контрольного лица, факт наступления которой должен фиксировать расчетный агент. Как правило, функцией расчетного агента в сделках планируется наделять первоначаль-

ного кредитора. В связи с тем что при определении реструктуризации велика роль суждений и трактовок, значительное внимание должно уделяться минимизации конфликта интересов расчетного агента при вынесении решения по кредитному событию. Роль действий и суждения расчетного агента также может быть важна при определении величины постдефолтных выплат (например, при определении стоимости продажи прав требований к проектной компании или круга покупателей), поэтому его независимость является важным условием надежности инструмента.

Порядок расчетов с инвесторами при наступлении кредитного события зависит от условий эмиссионной документации. Допустимо полное списание задолженности перед держателями облигаций, при котором в качестве выплаты между инвесторами распределяется остаток денежных средств на залоговом счете при его наличии. Другим вариантом может быть имущественный расчет, а именно уступка владельцам облигаций прав требований, находящихся в обеспечении. Также возможен денежный расчет после реализации заложенных прав требований, который производится по принципам, установленным в документации или на ОСВО, а также с учетом решений расчетного агента.

Кредитный рейтинг эмиссии структурных облигаций учитывает вероятность наступления кредитного события и вероятности дефолта всех носителей кредитного риска в сделке. Рейтинговая шкала агентства «Эксперт РА» в отношении структурных облигаций не содержит постфикса «sf», как в случае выпусков в рамках сделок секьюритизации, поскольку рейтинги не учитывают возмещение потерь. Отсутствие постфикса «sf» в рейтинговой шкале является один из основных мотивов выпусков структурных облигаций вместо инструментов секьюритизации под права требования в рамках ГЧП. Интерес связан с отсутствием применения рейтингов с постфиксами «sf» в нормативных требованиях Банка России к инвестициям институциональных инвесторов в неипотечные структурированные инструменты. Регуляторный пробел стимулирует участников рынка создавать более рискованные инструменты, принимая во внимание вышесказанное о специфике определения кредитного события и роли расчетного агента. Кроме того, в отношении структурных облигаций нет регуляторного требования по доле участия в риске originатора (20 % для выпусков СФО), которое предусмотрено для сделок секьюритизации Указанием Банка России от 7 июля 2014 года № 3309-У, что также дополнительно создает преимущества структурных облигаций над классическими облигациями с залоговым обеспечением в глазах originаторов.

**Получение зеленого или социального статуса облигаций пока не дает экономии по ставке, но имеет позитивный PR-эффект для публичной стороны и инвесторов.** Ряд проектов ГЧП напрямую нацелены на минимизацию негативного влияния на окружающую среду, например, проекты в сфере переработки бытовых отходов или коммунального хозяйства. Вместе с тем большинство проектов ГЧП косвенно решают эти же задачи за счет применения в строительстве или модернизации объектов энергоэффективных лучших доступных технологий. Это делает проекты ГЧП кандидатами на получение зеленого статуса. Кроме того, долговые инструменты финансирования или рефинансирования проектов ГЧП в сфере социальной инфраструктуры (здравоохранения, образования, культуры), на которые приходится порядка 7 % частных инвестиций, могут получить маркер социальной облигации.

Получение облигациями статуса зеленых или социальных пока дает в большей степени имиджевые выгоды. Это элемент PR-проекта региона и его инвесторов. Социальная



и особенно экологическая повестки набирают все большую популярность на российском рынке капитала. Крупные банки, институциональные и коллективные инвесторы задумываются о том, чтобы включить в свои стратегии целевые показатели по объему ответственного финансирования. На зарубежных рынках, например, статус зелени дает возможность проекту привлечь долговое финансирование дешевле: 17 б. п. экономии в долларах и 9 б. п. в евро<sup>4</sup>. На российском рынке пока не сформировались подобные условия, но активная работа ведется в этом направлении.

Для продвижения зеленого и социального финансирования в конце 2019 года на Московской бирже был создан сектор устойчивого развития, который включает в себя зеленые и социальные облигации и облигации сектора национальных проектов. По состоянию на 01.08.2020 сектор включает в себя семь выпусков общим объемом 11,5 млрд рублей. Включение в сектор требует верификации соответствующего статуса инструмента, в качестве которой может выступать мнение консультанта, ESG-рейтингование, независимое заверение третьей стороной и сертификация, а также подтверждение о соответствии от Межведомственной комиссии по оценке и отбору инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий на объектах, оказывающих значительное негативное воздействие на окружающую среду и относящихся к областям применения наилучших доступных технологий, созданной на базе Министерства промышленности и торговли. Полный и актуальный список соответствующих организаций приводится в правилах листинга и в настоящее время состоит из 47 организаций. В список также включено рейтинговое агентство «Эксперт РА», которое имеет методологии выражения независимого заключения о соответствии облигаций принципам зеленых облигаций ICMA, принципам социальных облигаций ICMA (International Capital market Association, Международная ассоциация рынков капитала) и стандартам облигаций устойчивого развития. Агентство входит в реестр независимых верификаторов ICMA по этим направлениям.

По состоянию на 01.08.2020 облигации по двум проектам ГЧП получили статус зеленых и социальных от агентства (см. таблицу).

**Таблица.** Список выданных агентством «Эксперт РА» заключений о соответствии облигаций, выпущенных в рамках проектов ГЧП, принципам зеленых и социальных облигаций

Объект	Эмитент	Тип	Дата заключения
Облигации ТКК класса Б	Транспортная концессионная компания	Green	17.07.2020
Облигации ТКК класса А4	Транспортная концессионная компания	Green	17.07.2020
Облигации ТКК класса А3	Транспортная концессионная компания	Green	17.07.2020
Облигации ТКК класса А2	Транспортная концессионная компания	Green	17.07.2020
Облигации ТКК класса А1	Транспортная концессионная компания	Green	17.07.2020
Облигации СФО «Социального развития» класса М	СФО «Социального развития»	Social	29.04.2020
Облигации СФО «Социального развития» класса Б	СФО «Социального развития»	Social	29.04.2020
Облигации СФО «Социального развития» класса А	СФО «Социального развития»	Social	29.04.2020

Источник: «Эксперт РА»

Присвоение агентством зеленого и социального статуса облигациям осуществляется при единовременном выполнении четырех принципов: использование средств, процесс отбора проектов, обособленность учета, раскрытие информации. Для соблюдения прин-

<sup>4</sup> Данные «ВЭБ.РФ».



ципа использования средств необходимо направление не менее 90 % денежных средств от размещения облигаций на финансирование экологических или социальных проектов или рефинансирование долга, привлеченного для реализации этих проектов. При этом определение зеленых и социальных проектов не является строгим, хотя примерный перечень и приводится в методологиях. Процесс отбора заключается в раскрытии целей проекта, проводимых эмитентом процедур соответствия проекта, квалификационных критериев и экологических сертификаций. Принцип обособленности учета выражается в требовании установления эмитентом отдельного учета привлеченных средств в течение всего срока обращения облигаций. Принцип раскрытия информации требует раскрытия эмитентом сведений об использовании средств и отчетности о влиянии проекта на целевые группы населения или окружающую среду.

Для формирования заключения о соответствии агентство запрашивает различную информацию, необходимую для детальной оценки соответствия принципам зеленых или социальных облигаций, перечень которой, однако, не является фиксированным. Основными документами для анализа являются эмиссионная документация, описание использования средств, порядка учета и расходования средств, документы о процедуре определения соответствия проекта категориям зеленого или социального проекта.

Агентство также может формировать независимое заключение о соответствии принципам программ облигаций. Мониторинг присвоенного облигациям статуса проводится ежегодно, и при прекращении соответствия облигаций принципам заключение может быть пересмотрено.

В 2017 году на базе Минэкономразвития создана межведомственная рабочая группа, включающая в себя представителей Минэкономразвития, Минприроды, Минэнерго, Минтруда, Банка России, Минфина, «ВЭБ.РФ», Московской биржи, Торгово-промышленной палаты, ассоциации «Аудиторская палата России», Всемирного фонда природы, а также других организаций по выработке критериев зеленого финансирования. В июле 2020 года «ВЭБ.РФ» были опубликованы методические рекомендации для общественного обсуждения. После завершения дискуссии о методических подходах к определению зеленым стоит ожидать конкретных регуляторных предпочтений для такого рода финансирования. Среди мер поддержки обсуждается субсидирование эмитентам купонных расходов, компенсация затрат на верификацию и последующий мониторинг проекта, предоставление гарантий от субъектов РФ, в которых реализуется проект, выделение специальных лимитов в регулировании инвестиций институциональных инвесторов, снижение требований к резервированию и расчету коэффициента риска банками, послабления в части налогообложения купонного дохода для инвесторов.

Также стоит отметить, что согласно Постановлению Правительства № 541 от 30.04.2019 для облигаций, выпущенных в рамках реализации инвестиционных проектов, включенных в программу повышения экологической эффективности, по внедрению наилучших доступных технологий на объектах, оказывающих значительное негативное воздействие на окружающую среду и относящихся к областям применения таких технологий, уже предусмотрено государственное субсидирование купонной ставки. Включение в программу повышения экологической эффективности производится Межведомственной комиссией по рассмотрению программ повышения экологической эффективности, и сущностно означает приверженность зеленому принципу использования средств. При соблюдении и остальных принципов зеленого финансирования таким облигациям мо-

жет быть присвоен зеленый статус. Субсидирование купонной ставки осуществляется в 70 %-ном размере (90 % в отношении приобретения отечественной промышленной продукции) от расчетной величины, которая зависит от срочности облигации, ключевой ставки и значения кривой бескупонной доходности ОФЗ со сроком погашения 10 лет. Субсидия не предоставляется при превышении купонной ставки расчетной величины, увеличенной на 9 п. п.

Регуляторные меры поддержки должны простимулировать рост инструментов ответственных инвестиций, увеличив доступность долгового финансирования для таких проектов. Наличие прозрачной системы верификации призвано ограничить риски привлечения средств под псевдозеленые проекты, так называемого greenwashing. Секьюритизация проектов ГЧП совместно с маркированием этих облигаций создает новый перспективный сегмент рынка долгового капитала, который характеризуется одновременно и высоким кредитным качеством, и направленностью на устойчивое развитие общества.