



XVIII Российский облигационный конгресс

Комплексные проектные и структурные облигации - преимущества комбинирования

Андрей Мурыгин
Партнер

10-11 декабря 2020 г.

Рефинансирование двух солнечных станций Солар Системс

- Объём - 6 млрд руб
- СФО ООО Русол 1
- размещение - февраль 2020г.
- старший транш (рейтинг АКРА A+(RU)), средний транш (рейтинг АКРА BBB+(RU)) и младший транш (без рейтинга)
- первые проектные облигации платежей электростанций по договорам ДПМ
- самый крупный выпуск зелёных облигаций в РФ
- первый опыт секьюритизации бизнеса с помощью инновационных инструментов: СО, квази-корпоративный договор в облигационной структуре

Законодательные ограничения – СОПФ и СФО

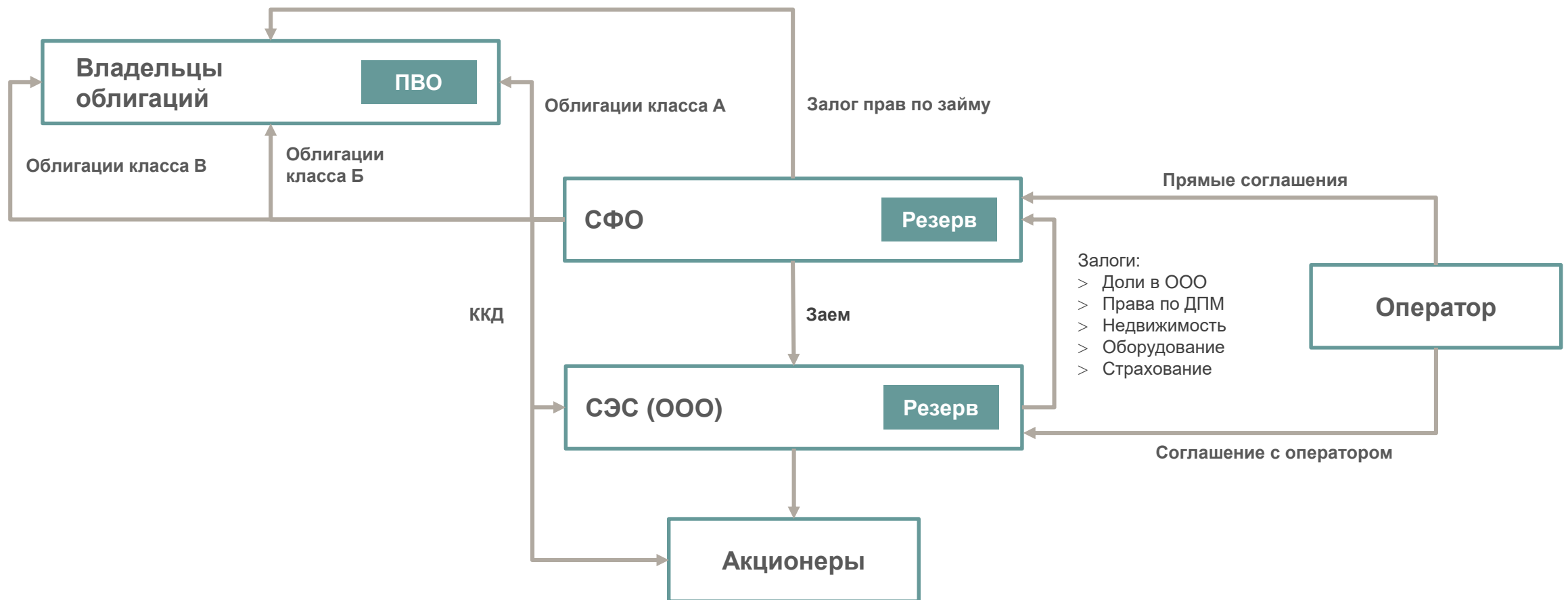
- **Цели деятельности СОПФ:** финансирование greenfield, brownfield, эксплуатация
 - ⊕ СОПФ - может быть проектной компанией (ПК) и владеть любым проектным имуществом
 - ⊖ нет цели рефинансирования, нечетко отрегулировано предоставление займов
- **Цели СФО:** либо режим секьюритизации, либо режим СО
 - ⊕ СФО - в режиме СО прямо разрешено предоставление займов, а значит, можно брать в залог любое имущество проектных компаний
 - ⊖ только финансовый SPV, нельзя владеть имуществом и долями в проектных компаниях

Режим структурных облигаций СФО

Особенности структурных облигаций в проекте:

- выпуск СО, обеспеченных залогом прав СФО по займам проектным компаниям
- по природе СО – облигация на деривативный показатель базисного актива
- Базисный актив – кредитный риск (банкротство) ПК
- Размещение среди квалинвесторов
- Limited recourse

Проектные облигации - рефинансирование солнечных станций



Проектные облигации в энергетике через СФО (режим СО)

Особенности обеспечения:

- Залоговое обеспечение Займа: залоги прав по ДПМ, залоги недвижимого и движимого имущества
- Платежи по ДПМ на залоговые счета Проектных компаний
- Квази-корпоративный договор и изменения в Уставы ПК
- Возможность **выплат дивидендов** акционерам ПК при наличии прибыли сверх стоимости обслуживания займов и станций
- Резервы на уровне СФО и проектных компаний
- Зеленые облигации

Возможные преимущества и недостатки инновационных решений с СО

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • возможность через СО (ре) финансировать займы проектным компаниям 	<ul style="list-style-type: none"> • может не подойти компаниям с многопрофильным бизнесом
<ul style="list-style-type: none"> • возможность встраивать механизм погашения существующего проектного финансирования за счёт средств от размещения 	<ul style="list-style-type: none"> • снятие залогов может занимать время и влиять на срок выдачи займа
<ul style="list-style-type: none"> • возможность отдавать излишки прибыли акционерам при выполнении условий 	
<ul style="list-style-type: none"> • возможность передачи части средств от размещения акционерам для финансирования других частей группы через выплату дивиденда 	
<ul style="list-style-type: none"> • возможность через ковенанты в займе, условия ККД и изменения в Устав ПК вводить акционерные ограничения на деятельность ПК 	<ul style="list-style-type: none"> • необходимость механизма оперативного получения согласия по текущим вопросам и неэффективность проведения собраний владельцев для одобрения действий ПК
<ul style="list-style-type: none"> • возможность нескольких займов разным проектным компаниям, если активы разделены по ПК 	
<ul style="list-style-type: none"> • использование «прямых соглашений» с эксплуатационными, сервисными и подрядными организациями, чтобы СФО/ПВО мог стать стороной договоров ПК с этими обслуживающими компаниями и поставщиками 	<ul style="list-style-type: none"> • необходимость переговоров с провайдерами
<ul style="list-style-type: none"> • возможность сочетать структуру с другим старшим долгом (с тем же обеспечением) и вводить межкредиторское соглашение 	<ul style="list-style-type: none"> • сложность структуры с точки зрения ПК ввиду необходимости согласования с разными группами кредиторов