

ВЫПУСК ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ КАК НОВАЯ ФОРМА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

В.А. Тарачев, Е.М. Петрикова*

В российской теории, законодательстве и практике отсутствует четкое понимание сущности финансирования инвестиционных проектов с помощью такого инновационного механизма, как эмиссия инфраструктурных облигаций. Главная цель данной статьи состоит в том, чтобы показать, каким образом инфраструктурные ограничения экономического роста могут быть сняты с помощью реализации инвестиционных проектов, финансируемых за счет выпуска инфраструктурных облигаций.

С помощью системного подхода в работе раскрыты такие понятия, как специализированное общество проектного финансирования, механизм подготовки и проведения процедуры эмиссии, схема финансирования инвестиционных проектов с помощью инфраструктурных облигаций, а также основные направления совершенствования данного процесса. Обосновано применение российской нормативно-правовой базы для выпуска и реализации инфраструктурных облигаций с целью финансирования различных типов проектов. Суммирован российский опыт по выпуску и реализации инфраструктурных облигаций для вложений в строительство инфраструктуры. Проанализирован порядок проведения стратегической и комплексной экспертизы инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств фонда национального благосостояния, включая использование механизма по выпуску инфраструктурных облигаций. Сделаны предложения по использованию облигаций в структурировании инвестиционных проектов различного масштаба. Изложенный механизм финансирования инфраструктурных проектов может иметь практическое применение как для крупных общегосударственных проектов, так и проектов среднего бизнеса. Сделан вывод о том, что в России имеется хороший базис для дальнейшего совершенствования инфраструктурных облигаций как рыночного инструмента, расширения применения данного механизма, формирования и развития внутреннего сегмента российского финансового рынка инструментов финансирования инфраструктурных проектов.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации, концессионные соглашения, контракты жизненного цикла, государственно-частное партнерство, специализированное общество проектного финансирования.

JEL-классификация: D92, E22, F21, H54, O22.

Тенденции рынка капиталов и источники финансирования сделок проектного финансирования

В период спада мировой и российской экономик актуальными стали вопросы поиска новых способов увеличения инвестиций в основной капитал для ускорения темпов экономического роста в Российской Федерации. Однако, стимулируя экономический рост, необходимо соблюдать баланс между долгосрочными и краткосрочными задачами, между созданием благоприятного инвестиционного климата в стране и расширением потребления. В 2012–2013 гг.

деньги из государственного бюджета обеспечивали около трети всех инвестиций в стране. Сырьевая ориентация российской экономики, замедление темпов роста мировых сырьевых рынков в период спада, сокращение мирового спроса и, как результат, уменьшение притока в страну денежных потоков не могут более обеспечивать наращивание бюджетных расходов и интенсивные темпы экономического роста за счет внешнего сектора российской экономики, как это было в период роста до кризиса 2008 г. Прогноз Минэкономразвития по росту инвестиций в 2014 г. – около 4%,

* Тарачев Владимир Александрович (tarachev@yandex.ru), доктор экономических наук, профессор кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (г. Москва, Россия);

Петрикова Елена Михайловна (petrikova@mail.ru), доктор экономических наук, профессор кафедры «Финансы и цены» Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова (г. Москва, Россия).

однако, по мнению экономистов, вложения в основной капитал способны увеличиваться на 5–7% и обеспечивать экономике естественный для нее рост в 2,5–3%.

Указанные обстоятельства заставляют искать новые способы долгосрочного финансирования промышленности и инфраструктуры с целью модернизации российской экономики. Стоит подчеркнуть, что одна из существенных проблем финансирования инвестиционных проектов в России – это недостаток «длинных» денег. Известно, что для реализации крупных инвестиционных проектов российским банкам сложно привлечь инвестиции в иностранной валюте из-за высоких валютных рисков, поэтому экономика инфраструктур-

ных проектов – прежде всего рублевая. Однако в России нет рублей «длинные» 7 лет, все остальное – это инструменты «банковского искусства». В западных странах существуют более «длинные» финансовые инструменты, позволяющие привлекать в инфраструктуру средства на срок до 30 лет (Лимитовский, 2011). В российской банковской системе отсутствуют подобные пассивы, так как исторически ими являются пенсионные фонды и страховые компании, которые не способны найти «длинные» деньги в силу своей короткой истории и сравнительно небольших финансовых возможностей (рис. 1).

Кроме того, экономика не может расти и развиваться без инфраструктуры. Если

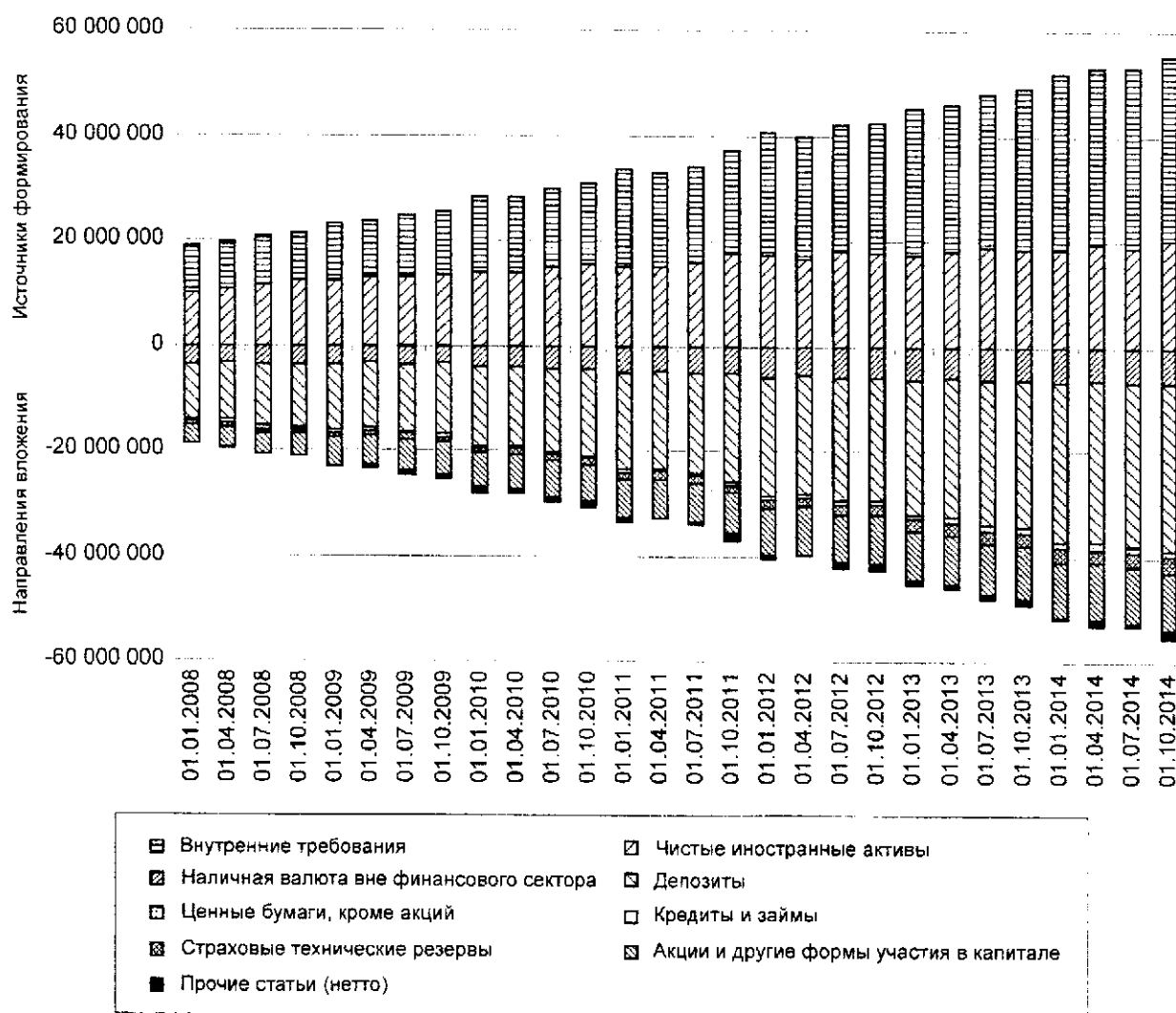


Рис. 1. Источники формирования и направления вложения финансового сектора РФ в 2008–2014 гг., млн руб.

Источник. Построено по данным Банка России (www.cbr.ru).

не строить новые инфраструктурные объекты, тогда экономика может не выдерживать накладных расходов от использования и содержания устаревшей инфраструктуры. Современные инфраструктурные ограничения экономического роста создают очень большую нагрузку на экономику из-за своей отсталости и неэффективности. По оценке компании InfraONE, Worldbank, UK Partnership, Business Monitor International and Renaissance Capital, ежегодный объем потребности в освоении и модернизации объектов инфраструктуры в 2013 г. составил 60 млрд долл. США, а к 2020 г. эта цифра вырастет до 140 млрд долл. В настоящий момент в России финансируется 3% инфраструктурных объектов из тех, что нам необходимы (Виньков, Сиваков, 2013).

В России также необходимо стимулировать создание источников «длинных» денег, понижать расходы бизнеса путем повышения производительности труда и эффективности производства. Рост заработной платы бюджетников начал подгонять заработную плату в частном секторе, тем самым снижая рентабельность бизнеса, что, в свою очередь, создает проблемы для привлечения инвесторов. В этих условиях осуществляется активный поиск новых инструментов стимулирования инвестиционной активности в стране для повышения эффективности использования государственных и частных денежных средств и обеспечения наиболее эффективного сочетания интересов государства и бизнеса.

Как известно, около 80% сделок проектного финансирования осуществляется с участием банков, менее 20% путем выпуска проектной компанией облигационных займов (Йескомб, 2008). С точки зрения заемщика, облигации похожи на заем, но предназначены для небанковского рынка и принимают форму торгуемого инструмента заимствования. Организация, выпускающая их в обращение, соглашается выплачивать держателю стоимость облигации плюс проценты в установленные сроки. Покупателями таких облигаций чаще всего становятся инвесторы (пенсионные компании, страховые компании и т. д.), которые при их покупке закладывают

хорошую долгосрочную именуемую доходность без риска для собственного капитала. Несмотря на то, что рынок облигаций проектного финансирования с различными вариантами обеспечения является более узким инструментом, чем банковское кредитование, тем не менее во многих странах именно выпуск инфраструктурных облигаций является одним из немногих эффективных финансовых инструментов, который может быть использован для совершенствования развития финансового рынка и снятия инфраструктурных ограничений экономического роста. Стоит отметить, что в современной структуре российского финансового рынка до недавнего времени отсутствовал такой известный развитым финансовым рынкам инструмент, как инфраструктурная облигация. Более того, в российской теории и практике также не было четкого понимания механизма осуществления данного процесса, что до сих пор ограничивает возможность привлечения частного капитала при создании и развитии объектов инфраструктуры.

Инфраструктура – совокупность недвижимого имущества, состоящего из одного или нескольких отдельных объектов и (или) технологических комплексов, предназначенных для обеспечения деятельности транспорта, энергетики, социальной сферы, коммунального хозяйства, линий электропередачи и т. д. Инфраструктурные облигации – это чаще всего долгосрочные (из-за длительного срока окупаемости) эмиссионные долговые ценные бумаги, владельцем которых имеет право получить от вышестоящего их эмитента (частных корпораций или государственных компаний) для финансирования строительства инфраструктурного объекта (автомобильной дороги, порта, железной дороги, аэровокзала и т. д.) в оговоренный срок их номинальную стоимость деньгами (или в виде иного имущественного эквивалента) и процент (купон) от их номинальной стоимости (либо иные имущественные права). Часто государственные органы власти предоставляют гарантии по выпускаемым облигациям, что делает их привлекательными для большего числа участников рынка, как снижается риск.



Облигации служат дополнительным источником средств для эмитента, являясь эквивалентом займа. Экономическая суть облигаций очень похожа на кредитование. С их помощью можно планировать уровень затрат для эмитента и доходов для покупателя, они не требуют оформления залога и упрощают процедуру перехода права требования к новому кредитору.

Инфраструктурные облигации позволяют частному капиталу участвовать во взаимовыгодных проектах с государством, снижая бремя последнего по несению расходов на строительство и содержание общественной инфраструктуры с целью снятия ограничений экономического роста в стране (табл. 1). Как правило, эмитент таких ценных бумаг после строительства инфраструктурного объекта получает его в концессию на некоторое время (чаще всего несколько десятков лет), и, соответственно, пользование данным объектом для третьих лиц может быть платным (например, платная дорога).

Российское законодательство об инфраструктурных облигациях

Инфраструктурные облигации чаще всего – это облигации, эмитируемые специальной проектной компанией (SPV – special purpose vehicle) с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания или реконструкции объектов инфраструктуры (авто-

мобильной дороги, порта, железной дороги, аэровокзала, линий электропередач и т. д.), исполнение обязательств по которым обеспечено в размере и порядке, предусмотренном законодательством (рис. 2).

В России существуют законодательные ограничения по инвестированию средств в инфраструктуру общественного пользования (Петрикова, Корзина, 2011). В этой связи с целью устранения инфраструктурных ограничений экономического роста и одновременно привлечения инвестиций в общественную инфраструктуру выделяют три основных формы взаимодействия с инвесторами. Во-первых, это взаимодействие с частными инвесторами, во-вторых, с государственными компаниями и корпорациями и, в-третьих, со специализированными обществами проектного финансирования (SPV).

В то же самое время в российском законодательстве отсутствует закрепленное определение инфраструктурных облигаций. Инфраструктурные облигации, с точки зрения российского законодательства, до недавнего времени представляли собой корпоративные облигации, выпускаемые эмитентом-концессионером с целью привлечения финансирования для реализации концессионного соглашения (строительство или реконструкция объектов инфраструктуры). Выплата процентного (купонного) дохода по инфраструктурным облигациям обеспечивается доходом эмитента-концессионера от эксплуатации инфраструктур-

Таблица 1

Сравнение привлекательности выпуска инфраструктурных облигаций для государства и бизнеса

Привлекательность выпуска и размещения инфраструктурных облигаций для бизнеса	Привлекательность выпуска и размещения инфраструктурных облигаций для государства
<p>Доступ к традиционно государственной сфере и часто прямая господдержка проекта или госучастие</p> <p>Разделение рисков проекта между государством и частными инвесторами</p> <p>Обеспечение эффективного управления реализацией проекта и сокращение госрасходов на эксплуатацию объектов инфраструктуры</p> <p>Возможность долговременного размещения инвестиций под госгарантии</p> <p>Привлечение современных, высокоэффективных технологий в развитие инфраструктуры</p> <p>Улучшение бизнес-культуры</p>	<p>Решение проблем развития инфраструктуры, энергетики, ЖКХ и т. д.</p> <p>Снижение бюджетных затрат и рисков за счет привлечения частных партнеров и их средств</p> <p>Повышение качества и эффективности работ и услуг благодаря повышению уровня конкуренции, снижению тарифов</p> <p>Увеличение поступлений от налогов и других выплат в бюджеты всех уровней</p> <p>Повышение инвестиционной и инновационной активности</p> <p>Укрепление социальной стабильности</p>

Источник. Составлено автором.



Рис. 2. Организационная схема выпуска инфраструктурных облигаций.

Источник. Составлено автором.

ного объекта, т. е. будущим денежным потоком. Кроме того, российское законодательство предусматривает только такие формы обеспечения облигаций, как залог недвижимого имущества или ценных бумаг, государственная или муниципальная гарантия и поручительство.

Итак, правоотношения, возникающие в связи с выпуском, обращением и погашением инфраструктурных облигаций, регулируются Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. и Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1996 г. Отношения, возникающие в связи с подготовкой, заключением, исполнением и прекращением концессионных соглашений, установлением гарантий прав и законных интересов сторон концессионного соглашения, регулируются Федеральным законом «О концессионных соглашениях» № 115-ФЗ от 21 июля 2005 г.

Согласно п. 13 ст. 3 Закона о концессиях, порядок и условия принятия расходов на создание (реконструкцию) или использование (эксплуатацию) объекта концессионного соглашения, предоставления концессионеру государственных или муниципальных гарантий в рамках концессионного соглашения установлены ст. 115 Бюджетного кодекса РФ

№ 145-ФЗ от 31 июля 1998 г. Концедент вправе предоставлять концессионеру государственные или муниципальные гарантии, размер которых, порядок и условия предоставления должны быть указаны в решении о заключении концессионного соглашения, в конкурсной документации, концессионном соглашении. Возможность выдачи гарантий РФ, субъектов РФ или муниципальных образований по обязательствам третьих лиц, возникших в результате осуществления ими эмиссии облигаций, регулируется ст. 27.5 Закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. и ст. 15 Закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г. Решение об обеспечении исполнения обязательств по ценным бумагам третьих лиц принимается органом исполнительной власти соответствующего уровня в каждом конкретном случае.

Однако предусмотренное Федеральным законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г. правило о праве регресса, а также требования ст. 115 Бюджетного кодекса РФ № 145-ФЗ от 31 июля 1998 г. и ст. 329 Гражданского кодекса № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. об обязательном наличии у

принципала обеспечения по выдаваемой государственной гарантии являются ключевым фактором, сдерживающим использование государственных гарантий для целей формирования инфраструктурных облигаций, как инструмента финансового рынка. Это связано с тем, что не каждый из предполагаемых эмитентов инфраструктурных облигаций сможет удовлетворять требованиям о наличии обеспечения по предоставляемым государством гарантиям. В качестве обеспечения по таким облигациям предоставляются поступления (доходы) от эксплуатации инфраструктурного объекта. Имущество публичного образования, как правило, не обеспечивает обязательства по облигациям, обеспеченным поступлениями. Кроме того, в Законе о концессиях установлен запрет на передачу концессионером в залог своих имущественных прав по концессионному соглашению.

Аналогичная ситуация складывается по государственной гарантии, выданной Правительством регионального уровня. Как известно, период среднесрочного планирования ограничен в рамках бюджетного законодательства тремя годами, а соответственно, ограничен и период, на который предоставляется государственная гарантия.

В соответствии с действующим законодательством, пенсионные фонды и управляющие компании, осуществляющие инвестирование средств негосударственных пенсионных фондов, государственная управляющая компания (Постановление Правительства РФ «Об утверждении инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании» № 540 от 1 сентября 2003 г.) вправе вкладывать средства фондов только в облигации российских эмитентов, обращающиеся на организованных торгах. Они могут это делать также во время их размещения при условии присвоения эмитенту облигаций рейтинга долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в валюте РФ или в иностранной валюте одним из международных рейтинговых агентств Fitch Ratings, Standard & Poor's, Moody's Investors Service на уровне не ниже суверенного рейтинга России по обязательствам в валюте РФ или в иностранной валюте. Таким образом, инфраструктурные об-

лигации имели право выпускать только эмитенты, которые обладали государственной гарантией Российской Федерации либо имели кредитный рейтинг не ниже суверенного рейтинга РФ (по оценке Standard & Poor's, кредитный рейтинг в настоящее время равен «BBB-» в росс. руб. и «BBB» в долл. США).

Нововведения в российском законодательстве для применения инфраструктурных облигаций

Ситуация немного изменилась в связи с принятием в конце 2013 г. Федерального закона № 379-ФЗ от 21 декабря 2013 г. «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который в законодательство о рынке ценных бумаг с 1 июля 2014 г. вводит такое понятие, как «специализированное общество проектного финансирования» (аналог зарубежного SPV). Под обществом проектного финансирования понимают компанию, создающую с целью обеспечения дополнительных гарантий как инвесторам, так и бенефициарам в процессе осуществления финансирования инвестиционных проектов за счет эмиссии облигаций, обеспеченных активами от приобретения долговых обязательств по проекту.

Специализированное общество проектного финансирования представляет собой общество, создаваемое в соответствии с действующим законодательством о хозяйственных обществах (Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1996 г. и Федеральным законом от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»), обладающее специальной правоспособностью и максимально защищенное от процедуры банкротства и добровольной ликвидации, целью и предметом деятельности которого является финансирование долгосрочного инвестиционного проекта (на срок более трех лет) путем:

- приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией или при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ;

- приобретения иного имущества, необходимого для реализации проекта или связанного с его реализацией;

- осуществления эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.

Для специализированного общества проектного финансирования вводится новое понятие «общее собрание владельцев облигаций». В компетенцию собрания входит принятие решения:

- о добровольной ликвидации, банкротстве, замене специализированного общества – эмитента облигаций;

- по одобрению сделок (в случаях, предусмотренных уставом);

- не избирать совет директоров и (или) ревизионную комиссию.

Кроме того, с целью обеспечения интересов владельцев облигаций специализированное общество становится защищенным от банкротства путем ограничения круга лиц, обладающих правом инициировать процедуру банкротства, до общего собрания владельцев облигаций. Уставом специализированного общества проектного финансирования могут быть также предусмотрены дополнительные ограничения правоспособности общества, например перечень сделок, совершение которых допускается только с согласия общего собрания владельцев облигаций, а также случаи и условия, не предусмотренные действующим законодательством, при которых выплата дивидендов не допускается.

Вводятся некоторые ограничения в отношении специализированного общества проектного финансирования: его учредителем не может выступать юридическое лицо, зарегистрированное на территории государства, включенного в «черный список» Министерства финансов РФ; оплата акций/долей в уставном капитале должна производиться только денежными средствами, при этом общество не вправе производить уменьшение уставного капитала, а добровольная ликвидация специализированного общества возможна лишь с согласия общего собрания владельцев облигаций и т. д.

Одним из основных способов привлечения финансирования специализированным обществом проектного финанси-

рования является эмиссия облигаций с залоговым обеспечением, которые могут стать серьезной альтернативой более распространенным способам привлечения частного финансирования в проекты государственно-частного партнерства. С 1 июля 2014 г., в соответствии со ст. 27.3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», предмет залога расширяется путем включения в этот список облигаций с залоговым обеспечением, которые могут быть представлены в виде бездокументарных ценных бумаг, недвижимого имущества и денежных требований по обязательствам, в том числе денежных требований, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств. При этом изменение предмета залога по уже эмитированным облигациям станет возможно в том случае, если условия и порядок такой замены были предусмотрены условиями выпуска этих облигаций.

Ключевые изменения в отношении эмиссии облигаций с обеспечением:

- денежные требования, обеспечивающие выплату по облигациям, по общему правилу не должны находиться в обременении;

- денежные суммы, полученные от исполнения денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, должны зачисляться на залоговый счет;

- эмитент облигаций вправе без согласия владельцев облигаций за счет средств, находящихся на залоговом счете, приобретать денежные требования, аналогичные указанным в условиях выпуска таких облигаций;

- эмитент вправе в условиях выпуска облигаций установить очередность исполнения обязательств по облигациям разных выпусков при исполнении обязательств за счет предоставленного обеспечения (например, при досрочном погашении облигаций).

В результате рассматриваемых нововведений возвратность облигационных займов напрямую связана со способностью инвестиционного проекта генерировать доход, так как облигации обеспечиваются правами, принадлежащими самому обществу проектного финансирования. Эмитентом облигаций в этом

случае является не частный партнер, а само специализированное общество, поэтому возврат облигационного займа не обременен дополнительными долговыми обязательствами частного партнера или правами третьих лиц. Частные партнеры в этом случае освобождаются от дополнительной долговой нагрузки, в связи с чем предполагается, что интерес инвесторов к применению данного механизма будет высокий.

Механизм выпуска облигаций, обеспеченных денежными требованиями, оптимален для инвестиционных проектов, где заранее определен потребитель услуг. Это, например, концессионный договор, согласно которому получение будущих платежей с потребителей товаров, работ, услуг, исходя из установленных (согласованных) тарифов, позволяет определить объем генерируемого дохода, который будет являться обеспечением исходя из объема предполагаемых денежных требований.

Поэтапная схема инфраструктурного облигационного займа, соответственно, может быть представлена следующим образом:

- создание специального юридического лица с целью участия в конкурсе на заключение концессионного соглашения;
- участие в конкурсе на заключение концессионного соглашения;
- заключение концессионного соглашения;
- размещение инфраструктурных облигаций со сроком обращения не менее срока строительства и последующего периода окупаемости проекта;
- направление денежных средств, полученных от размещения инфраструктурных облигаций, на строительство, реконструкцию инфраструктурного объекта;
- государственная приемка инфраструктурного проекта;
- сбор платежей от пользователей реконструированного или законченного строительством объекта и направление денежных средств на выплаты облигационерам по погашению номинальной стоимости и накопленного купонного дохода по облигациям.

Как известно, обособление активов инфраструктурного проекта в специально создаваемой компании проектного финансирования от остального имущества инвесто-

ра – спонсора сделки необходимо для защиты проекта от риска банкротства всего бизнеса собственника-инвестора. Этот механизм позволяет владельцам собственного капитала проводить мониторинг своей операционной эффективности, отдельной от инвестиционного проекта, под который выпускают инфраструктурные облигации. В то же время аналогичная заинтересованность имеется и у кредиторов. Известно, что чаще всего финансирование инфраструктурного проекта реализуется с помощью банковского финансирования на принципах проектного финансирования. В этой связи для кредитора интересно, чтобы обособляемая проектная компания, которая будет выполнять функцию эмитента инфраструктурных облигаций, была защищена от банкротства и имела как исключительный предмет деятельности (для минимизации неправомерного распоряжения проектной компанией имуществом, включенным в инфраструктурный проект), изменение которого возможно только с согласия кредиторов проекта, так и ограниченный и понятный возможному инвестору круг сделок.

Кредиторы общества проектного финансирования, в том числе держатели облигаций, будут иметь возможность оспаривать сделки, совершенные этим обществом в разрез с целями и предметом деятельности, что гарантирует целевой характер предоставляемого заемного финансирования. В этой связи специальный правовой статус общества также является дополнительной гарантией соблюдения интересов инвесторов и кредиторов.

Несмотря на то, что инфраструктурные проекты скорой прибылью не принесут, тем не менее существующий спрос на устранение инфраструктурных ограничений экономического роста, а также имеющийся серьезный недостаток в «длинных» деньгах для реализации инвестиционных проектов заставляют органы государственной власти вместе с бизнесом активнее привлекать финансовый рынок для развития инфраструктуры.

Иностранные государства принимают все возможные меры для стимулирования развития облигационного финансирования концессионеров, в том числе путем (Бер, 2007):

- предоставления налоговых льгот владельцам облигаций в форме льгот по налогу на доходы физических или юридических лиц;
- предоставления налоговых льгот концессионеру;
- предоставления государственных гарантий по денежным обязательствам концессионера перед владельцами инфраструктурных облигаций;
- введения на законодательном уровне моратория на предъявление облигаций к выкупу или досрочному погашению, обеспечением следования которому является неприменение налоговых льгот к владельцам облигаций, в собственности которых облигации находились менее установленного законом срока;
- предоставления возможности залога облигаций в качестве обеспечения по кредиту, предоставляемому государственным банком, в целях привлечения кредитных организаций как инвесторов.

Международный опыт использования инфраструктурных облигаций

Инфраструктурные облигации получили широкое применение в ряде таких стран, как США, Австралия, Чили, Индия и др.

В США эмитентом облигаций чаще всего являются органы государственной власти разных уровней, распространена практика выпуска муниципальных инфраструктурных облигаций¹. Муниципальные заемы относятся к числу наиболее надежных финансовых инструментов, держателями которых являются взаимные фонды, страховые компании и банки. Муниципальные облигации бывают двух видов: облигации, обеспеченные доходами от проектов, и облигации общего покрытия. Обеспечением муниципальных облигаций служат платежи потребителей за пользование объектами инфраструктуры. Базовым активом являются доходы от реализации проекта, которые могут быть застрахованы в банке, гарантом по которым выступает Правительство².

В Австралии основным эмитентом инфраструктурных облигаций выступает пра-

вительство. Кроме того, около 5–10% инвестиционного портфеля любого пенсионного фонда Австралии приходится на инвестиции в инфраструктуру. Инфраструктурные заимствования осуществляются в форме прямых заимствований, предоставления кредита, рефинансирования. Законодательным ограничением оборота инфраструктурных облигаций выступает четко обозначенный список объектов, которые считаются инфраструктурными (наземный и воздушный транспорт, объекты электрогенерации, электроснабжения, газоснабжения, водоснабжения, канализационные и водоочистные сооружения) и за использование которых с населения взимается плата³.

В Чили активы пенсионных фондов через выпуск инфраструктурных облигаций вкладываются в конкретные проекты по строительству объектов ЖКХ, аэропортов, дорог, сетей и др., эмитентом которых выступает концессионер. Эти концессии в Чили получили высокие кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств⁴.

Эмитентами инфраструктурных облигаций в Индии выступают в основном банки. В этой стране распространены инфраструктурные облигации двух видов: «налогоосберегающие облигации» (позволяют получить вычет из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль в размере 20% от вложенной суммы) и облигации регулярного дохода (пенсионные облигации, образовательные облигации, доходоприумножающие облигации и т. д.). Под инфраструктурные индийские облигации (а также под их залог) банки предоставляют инвесторам кредиты. Размер кредита под залог инфраструктурных облигаций зависит от экономических показателей конкретного инфраструктурного проекта. Размер процентов по инфраструктурным облигациям не зависит от уровня инфляции, а потому в долгосрочной перспективе эти ценные бумаги могут оказаться не очень прибыльными. В целом, держатель индийских инфраструктурных облигаций не застрахован от неполучения вложенных в эти облигации средств⁵.

¹ <http://www.treasury.gov/>

² Jim Christie «U.S. infrastructure bond fund gets second look» (<http://www.reuters.com>).

³ <http://www.finance.gov.au/>

⁴ <http://www.minhda.cl/>

⁵ <http://business.mapsofindia.com>

В европейских странах привлечение крупных иностранных инвесторов к строительству объектов инфраструктуры реализуется с помощью выпуска гарантированных облигаций на 20–30 лет. Они получают путем инкорпорации небольших облигаций в одну крупную ценную бумагу, которая затем продается инвестору. Облигации, входящие в состав гарантированных инфраструктурных облигаций, остаются у банков на балансе, что обеспечивает их надежность⁶.

Кроме того, в международной практике для привлечения большего числа инвесторов используют технику финансирования, когда один инфраструктурный проект финансируется на рынке ценных бумаг путем выпуска облигаций с разными правами (траншами). При этом один с большим приоритетом – старший выпуск, а другие с меньшим приоритетом относительно удовлетворения требований за счет выручки и имущества инфраструктурного проекта – младший выпуск. С учетом возможности выпуска нескольких субординированных между собой траншей в Европейском союзе принято решение: государственная поддержка будет предоставляться только по младшему выпуску облигаций, что приводит к повышению кредитного качества старшего транша, который в таком случае может получить высокий уровень кредитного рейтинга без государственной поддержки.

В западной практике применяются следующие способы обеспечения исполнения эмитентом обязательств по инфраструктурным облигациям:

- аккредитив первоклассного банка;
- формирование резерва;
- государственная или муниципальная гарантия;
- страхование риска ответственности за неисполнение обязательств;
- залог прав требования по концессионному соглашению;
- залог прав требования поступлений от пользователей инфраструктурным объектом (доход от эксплуатации законченного строительством или реконструированного инфраструктурного объекта);

- уступка прав требований в пользу владельца облигаций по договорам эмитента-концессионера;

- залог денежных средств, размещенных на депозите, в размере поступлений от эксплуатации инфраструктурного объекта и (или) полученных от размещения облигаций в объеме, достаточном для обеспечения исполнения обязательств эмитента по облигациям в текущем году;

- аккумулялирование денежных средств, полученных в ходе облигационного займа, на специальном доверительном счете доверителя (институт «trustee» и «escrow account»);

- непосредственный контроль регулятора (органа государственной власти) за размещением и исполнением обязательств по инфраструктурным облигациям;

- залог недвижимого имущества;

- уступка прав требований по договорам с пользователями инфраструктурного объекта;

- хеджирование валютных рисков и пр.

Очевидно, что во всех странах по-разному решается вопрос обеспечения интересов инвесторов и распределения рисков дефолта эмитента инфраструктурных облигаций. Но постепенно западный опыт распространяется и на российский финансовый рынок. За последние годы было запущено три проекта по строительству платных автодорог с использованием финансирования инфраструктурных облигаций:

- западный скоростной диаметр в Санкт-Петербурге (концессионер ОАО «ЗСД», контролируется Правительством г. Санкт-Петербурга);

- участок «15-58 км» трассы Санкт-Петербург–Москва, дублер существующей М10 (концессионер ООО «Северо-Западная концессионная компания», ее акционеры – французская Vinci и «П-Транс»);

- дублер М-1 «Беларусь» Москва–Минск (инвестор ОАО «Главная дорога»).

Самым интересным в данном списке является второй проект, который целиком был профинансирован за счет выпуска инфраструктурных облигаций без привлечения банковского финансирования. Для привлечения денежных средств в проект концессионером ОАО «Главная дорога» в 2008–2010 гг. были размещены три займа

⁶ David Turner «Why investors are returning to infrastructure bonds?» (<http://www.institutionalinvestor.com>).

на общую сумму примерно 42,8 млн руб. В период после мирового финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. привлеченные деньги полностью, без кредитных денег, возместили потребность данного проекта в заемном финансировании. К настоящему времени обязательства исполнены в полном объеме без каких либо просрочек, а займы полностью возвращены.

Кроме того, в мае 2010 г. концессионер данного проекта разместил краткосрочный облигационный заем серии на сумму 300 млн руб., который был полностью погашен эмитентом через год. Общая сумма выплат по купонам этого выпуска составила 30,6 млн руб. В ноябре 2010 г. концессионер разместил на финансовых рынках заем серии на общую сумму 8 млрд руб. с предельным сроком обращения облигаций 18 лет. Погашение облигаций планируется равными долями в течение 8 последних лет срока займа (начиная с ноября 2021 г.). Облигации этого займа представляют собой прямые, безусловные обязательства ОАО «Главная дорога» и в настоящее время находятся в обращении. Организатором размещения выступил Газпромбанк (ОАО), размещение состоялось на ЗАО «ФБ ММВБ» через котировальный список «А1», цена размещения составила 90% от номинала, покупателями облигаций выступили негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании и банки (рис. 3).

Облигации, выпущенные в ноябре 2010 г., стали первым в России выпуском инфраструктурных бумаг для дорожного строительства на основе концессии со сроком обращения 18 лет и плавающим купоном, привязанным к уровню инфляции и темпу прироста ВВП.

Самые объемные выпуски облигаций в железнодорожной отрасли выпустила государственная корпорация «Российские железные дороги». ОАО «РЖД» выпустило инфраструктурные облигации различных типов (10-, 15-, 20- и 30-летние) на сумму более 100 млрд руб. по ставке инфляция плюс 1%, которые полностью выкупил Внешэкономбанк за счет пенсионных накоплений граждан. Еще около 140 млрд руб. средств пенсионных накоплений было вложено российским банком развития в покупку облигаций с госгарантией ОАО «Агентство по ипотечному и жилищному кредитованию (АИЖК)» и облигаций эмитентов с рейтингом не ниже суверенного ОАО «ОПК Оборонпром», ОАО «Роснано».

Фонд национального благосостояния России и инфраструктурные облигации

Необходимость применения механизма инфраструктурных облигаций в российской практике как государственных, так и частных структур для формирования внутреннего рынка инструментов финансирования инфраструктурных проектов назре-



Рис. 3. Схема реализации концессионного соглашения ОАО «Главная дорога».

Источник. Составлено автором на основе данных проекта.

ла давно, однако этот процесс протекает медленно и сложно. В конце 2012 г. Правительство РФ разрешило Внешэкономбанку инвестировать пенсионные накопления в инфраструктурные облигации, под управлением которого в настоящее время находятся уже более чем 1,5 трлн руб. В середине 2013 г. на Петербургском экономическом форуме Президент страны озвучил решение инвестировать 40% Фонда национального благосостояния в инфраструктурные проекты для снятия ограничений экономического роста. И уже в конце года было принято Постановление Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 990 «О порядке размещения средств Фонда национального благосостояния в ценные бумаги российских эмитентов, связанные с реализацией самокупаемых инфраструктурных проектов» и был утвержден распоряжением Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 2044-р перечень проектов, получивших положительное заключение по результатам оценки целесообразности финансирования инвестиционных проектов за счет средств Фонда национального благосостояния и (или) пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении государственной управляющей компании.

Оценка инвестиционных проектов, претендующих на финансирование за счет средств Фонда национального благосостояния и (или) пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении государственной управляющей компании, на возвратной основе осуществляется на основе методических указаний по подготовке стратегического и комплексного обоснований инвестиционного проекта, утвержденных приказом Минэкономразвития России от 14 декабря 2013 г. № 741. Схема проведения стратегической и комплексной экспертизы проектов, финансируемых за счет средств фонда национального благосостояния, представлена на рис. 4.

Инвестирование средств Фонда национального благосостояния с помощью выпуска инфраструктурных облигаций допускается исключительно при первичном размещении ценных бумаг, а требования к

финансовым активам, в которые могут размещаться средства ФНБ, утверждены Постановлением Правительства РФ от 19 января 2008 г. № 18.

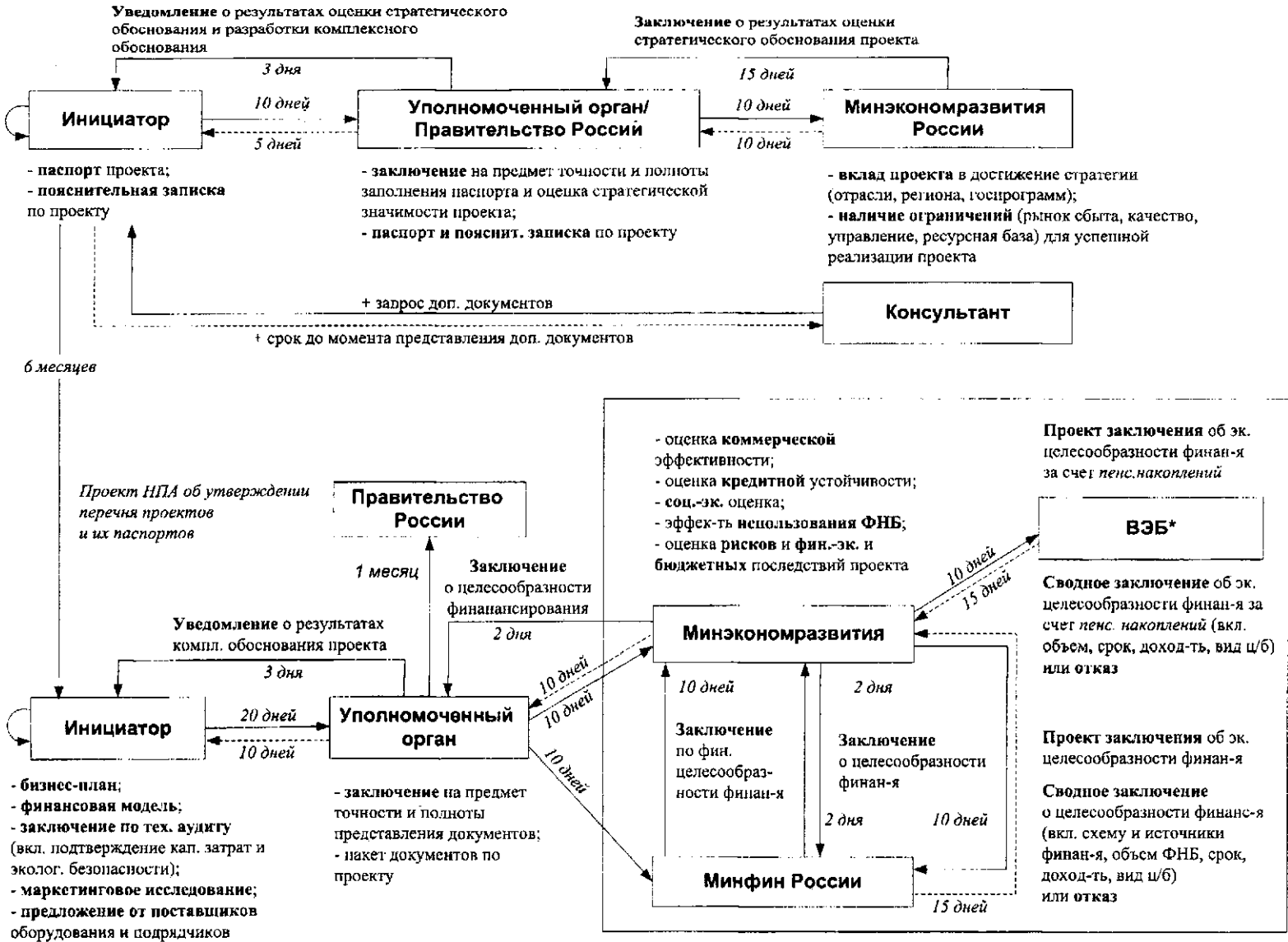
Предполагается, что по 150 млрд руб. из средств Фонда национального благосостояния (в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 2044-р) государство вложит в облигации, выпускаемые:

- Государственной корпорацией «Российские автомобильные дороги» для финансирования строительства Центральной кольцевой автомобильной дороги (ЦКАД) в Московской области с минимальной доходностью инвестирования «инфляция плюс 1%» (выплата купонного дохода по облигациям будет осуществляться после завершения строительства ЦКАД, начиная с 2022 г.);

- ОАО «Российские железные дороги» для модернизации железнодорожной инфраструктуры Байкало-Амурской и Транссибирской железнодорожных магистралей (БАМ и Транссиб) с развитием пропускных и провозных способностей с минимальной доходностью 2–3%, начиная с 6 года реализации проекта.

Стоимость строительства ЦКАД оценивается примерно в 300–325 млрд руб. (в том числе 50% из средств ФНБ за счет выпуска инфраструктурных облигаций, 25% за счет заемного финансирования и 25% за счет частных инвесторов). Общая протяженность кольцевой автодороги составит около 530 км и будет иметь ширину до 3-4 полос в каждую сторону. Дорога пройдет в обход крупных населенных пунктов, а при пересечении с федеральными и региональными трассами планируется сооружение многоуровневых транспортных развязок. Размер средневзвешенного тарифа при проезде с предельной расчетной скоростью до 140 км в час будет составлять около 2 руб. 32 коп. за 1 км, и плата за проезд будет варьироваться в зависимости от времени суток и вида транспорта.

Общая стоимость модернизации магистралей БАМа и Транссиба составит около 560 млрд руб., из них 360 млрд руб. будет потрачено на БАМ, 200 млрд руб. – на Транссиб (в том числе 27% будет профи-



28 дней + срок на доп. запрос

183 дня

70 дней

* Для финансирования проектов с привлечением средств пенсионных накоплений.

Рис. 4. Схема проведения стратегической и комплексной экспертизы проектов, финансируемых за счет средств ФНБ.
Источник: Авторская разработка.

финансировано из средств ФНБ за счет выпуска инфраструктурных облигаций, около 53% – за счет собственных средств РЖД, а остальные 20% монополия рассчитывает получить из бюджета), при сроке окупаемости более 50 лет. Модернизация увеличит пропускную способность этих магистралей к 2020 г. до 50 млн т в год (сегодня около 16–18 млн т в год).

Все это, по-нашему мнению, в связи с ограниченной емкостью азиатских рынков, находящихся под влиянием главным образом Гонконгских и Сингапурских площадок, и вводимыми ограничениями и санкциями Запада для российского капитала формирует хороший базис для дальнейшего совершенствования инфраструктурных бондов как рыночного инструмента и формирования внутреннего российского рынка инструментов финансирования инфраструктурных проектов.

В заключение хочется отметить, что совершенствование механизма выпуска инфраструктурных облигаций в Российской Федерации позволит упростить и ускорить финансирование общегосударственных крупных инфраструктурных проектов, сократить инфраструктурные ограничения экономического роста в стране и в результате расширить применение новых инструментов финансирования российской экономики.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

- Бер Х.П.** 2006. *Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков*. Москва: Волтерс Клувер.
- Ber Kh.P.** 2006. *Sek'yuritizatsiia aktivov: sek'yuritizatsiia finansovykh aktivov – innovatsionnaya tekhnika finansirovaniia bankov*. [Assets securitization: securitization of financial assets – innovational techniques of banking financing]. Moscow: Volters Kluver.
- Лимитовский М.А.** 2011. *Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: учеб.-практич. пособие*. Москва: Изд-во «Юрайт».
- Limitovskii M.A.** 2011. *Investitsionnye projekty i real'nye opsiony na razvivaiushchikhsia rynkakh*. [Investment projects and real options on emergence markets]. Moscow: Izd-vo «Jurait».
- Виньков А., Сиваков Д.** 2013. Попли купаться в голубом океане. *Эксперт*. № 17-18 (849).
- Vin'kov A., Sivakov D.** 2013. Poshli kupat'sia v golubom okeane. [*Let's go to bathe in the blue ocean*]. *Ekspert*. No 17-18 (849).
- Петрикова Е.М., Корзина Е.А.** 2011. Возможности региональных и местных бюджетов по реализации механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП). *Финансы и Кредит*. No 25 (457).
- Petrikova E.M., Korzina E.A.** 2011. Vozmozhnosti regional'nykh i mestnykh biudzhetrov po realizatsii mekhanizmov gosudarstvenno-chastnogo partniorstva (GChP). [Opportunities of regional and local budgets on realization public-private partnership's (PPP) projects]. *Finansy i Kredit*. No 25 (457).
- Иескомб Э.Р.** 2008. *Принципы проектного финансирования*. Москва: Изд-во: «Вершина».
- Ieskomb E.R.** 2008. *Printsipy proektnogo finansirovaniia*. [Principles of Project Finance]. Moscow: Izd-vo: «Verшина».

ISSUE OF INFRASTRUCTURE BONDS AS A NEW FORM OF ATTRACTION FINANCING FOR INVESTMENT PROJECTS

Vladimir Tarachev¹, Elena Petrikova²

Authors affiliation: ¹ Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow, Russia);

² Plekhanov Economic University named after G.V. Plekhanov (Moscow, Russia).

Corresponding author: Vladimir Tarachev (tarachev@yandex.ru), Elena Petrikova (petrikova@mail.ru).

ABSTRACT. Clear understanding of the essence of financing investment projects with the help of such innovation mechanism as the issuance of infrastructural bonds is not found in the Russian theory, legislation and practice. The goal of this article is to show how infrastructural restrictions of the economic growth can be eliminated by means of implementing the investment projects financed by infrastructural bonds.

In the Russian theory, law and practice there isn't a clear insight the essence of financing infrastructure projects with such innovational mechanism as emission of infrastructure bonds. The main objective of this article is showing how infrastructure restriction of the economic growth may be taken away with realization of investment projects financed by emission of infrastructure bonds. At this article using system approach it is disclosed an essence of special company of project financing, mechanism of preparation and carrying out the emission of this process, the scheme of financing investment projects with infrastructure bonds and basic directions of the development of the process. It is founded application of Russian law basis for the emission and realization infrastructure bonds with goal of financing different types of projects. It is summing Russian experience of the emission and realization infrastructure bonds for investing into infrastructure construction. It is analyzed procedure of strategic and complexes expertise investments projects financed from National Wealth Fund, including using emission mechanism of infrastructure bonds. It is proposed decisions for using bonds during structuring investment projects of different types. Declared mechanism of financing infrastructure projects may have a practical application as for a big national projects as for a middle business projects. It is concluded that in Russia there is a good basis for further perfection of infrastructure bonds as a market instrument, expansion of this mechanism application, formatting and development internal segment of Russian financial market instruments of financing infrastructure projects.

KEYWORDS: infrastructure bonds, concessions, life-cycle contracts, public-private partnership, special company of project financing.

JEL-code: D92, E22, F21, H54, O22.



Материал поступил 27.10.2014 г.

BSEU Belarus State Economic University. Library.
<http://www.bseu.by> elib@bseu.by