



◀ **Сергей МОЛОЧНЫХ,**
директор дирекции инфраструктурных
проектов, департамент проектного
финансирования, Газпромбанк

Нужен ли российскому рынку закон об инфраструктурных облигациях

Ни для кого не секрет, что одной из ключевых проблем финансирования инфраструктурных проектов государственно-частного партнерства является неразвитость рынка долгосрочных финансовых ресурсов. Потребность в финансировании проектов, которые характеризуются повышенной капиталоемкостью и длительными сроками окупаемости (более 10 лет), никак не удовлетворяется имеющимися возможностями по привлечению ресурсов требуемой длины и доходности. Возможно, это означает, что рынок все же нуждается в реформе регулирования сферы обращения инфраструктурных облигаций.

Рублевыми инструментами с нужными характеристиками распоряжаются на сегодняшний день только самые крупные российские банки. В то же время привлечение долгосрочного финансирования в иностранной валюте связано с существенными валютными рисками.

Поэтому особенно ценными являются последние изменения, внесенные в нормативные документы Банка России, в частности в Положение 312-П, которые позволяют регулятору принимать в обеспечение (то есть рефинансировать) кредитные договоры, заключенные в английском праве. Однако данные нормы опять же распространяются лишь на ограниченный круг банков — к ним относятся финансовые институты с капиталом, превышающим 300 млрд руб. Таким образом, существенные ограничения доступности финансовых инструментов снимаются лишь частично.

В этой связи инвесторы, исполнительные органы государственной власти, а также потенциальные провайдеры финансирования все чаще обращают внимание на инфраструктурные облигации, которые пока еще не столь распространены.

Одной из существенных проблем сегодня является зарегулированность финансового сектора в части инструментов, доступных для инвестирования пенсионным фондам (государственным и негосударственным). Как источник долгосрочной ликвидности пенсионные фонды обладают поистине огромным потенциалом, распоряжаясь средствами в объеме около 2.5 трлн руб., из которых примерно 800 млрд руб. приходится на негосударственные пенсионные фонды (НПФ)¹.

¹ На 31.03.2013, по данным интернет-портала npf.investfunds.ru.

В свете того, что доступ к пенсионным деньгам в существенной степени ограничен высокими требованиями к рейтингам эмитентов, многие участники рынка время от времени предлагают принять специальные законодательные акты, расширяющие возможности по инвестированию.

Очевидно, что развитие рынка инфраструктурных облигаций в перспективе позволит расширить возможности по привлечению длинных денег в инфраструктурные проекты за счет привлечения более широкого круга потенциальных инвесторов. Однако есть ли смысл дополнять и без того запутанное и перегруженное российское законодательство новыми федеральными актами?

Ответ не так очевиден, как это могло бы показаться на первый взгляд, ведь само понятие «инфраструктурные облигации» в современной российской действительности носит весьма условный характер.

В настоящее время это совершенно обычный долговой инструмент, отличающийся лишь профилем эмитента — специальной проектной компании, которая выступает инвестором в рамках инфраструктурного проекта. Зачастую такая компания является в чистом виде SPV (special purpose vehicle, специальной проектной компанией) без успешной кредитной истории и подтвержденных денежных потоков.

Очевидно, что для широкого круга инвесторов, а тем более пенсионных фондов участие в финансировании подобного эмитента не представляется ни возможным, ни целесообразным.

Однако совсем другая картина возникает в случае, если инфраструктурный проект реализуется на основе № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях», по которым регулятор и законодатель смягчили требования к качеству активов, доступных пенсионным фондам для инвестирования. Так, специальный статус эмитента (как концессионера по заключенным концессионным соглашениям), подтверждение инвестиций в реализацию соответствующего концессионного соглашения в качестве основного направления использования средств, а также наличие гарантии государства по компенсации старших кредиторов при досрочном расторжении соглашения (наряду с рядом технических требований) являются фактически

достаточными условиями для привлечения институциональных инвесторов.

Казалось бы, решение найдено — достаточно заниматься реализацией проектов на основе федерального концессионного законодательства. Однако указанные выше поправки не в полной мере стимулируют привлечение максимального круга инвесторов к участию в выпусках — механизмы защиты прав облигационеров (по инфраструктурным облигациям) все еще требуют существенной доработки.

Общая тенденция последних лет на расширение доступа к инновационным инструментам финансирования инфраструктуры, вкуче с разработкой механизмов защиты интересов финансирующих организаций и институтов, отражает необходимость целого ряда изменений. Так, возник список предложений по доработке нескольких законодательных актов, в том числе Налогового кодекса, и специализированного законодательства в отношении рынка ценных бумаг, требований соответствующих регуляторов.

Наиболее кардинальным предложением на текущий момент является разработка и внедрение специального закона об инфраструктурных облигациях. Стремление определить законодательную базу и закрепить статус конкретного финансового инструмента на федеральном уровне в определенных случаях весьма оправданно, ведь сегодня в некоторых сферах состав нормативно-правовых актов представляет собой сложную, а зачастую и просто противоречивую систему регулирования. Хорошей иллюстрацией является отсутствие на федеральном уровне понятия государственно-частного партнерства в качестве системы правоотношений власти и частного бизнеса, а также последние усилия целого ряда экспертов, финансовых институтов и федеральных министерств в разработке и принятии соответствующего законодательства на федеральном уровне.

Как следствие, в настоящее время мы наблюдаем все, связанные с данным процессом, перипетии. Федерального закона как не было, так и нет. И это не послужило причиной стремительного бегства инвесторов и исчезновения крупных проектов с рынка.

Наличие успешных проектов, реализуемых в отсутствие федерального законодательства, еще раз подтверждает, что для успешной и эффективной работы экономических субъектов не всегда не-

обходимы изменения на федеральном уровне. Иногда, наоборот, четкое соблюдение уже устоявшихся норм и практик (сложившихся правил игры), а также понимание перспектив и оправданности инициированных реформ позволяют реализовать гораздо большее число проектов, чем череда новых законов и/или изменений к уже существующим актам.

В качестве примеров можно рассмотреть два первых концессионных соглашения по автодорожным проектам: строительство Нового выхода на Московскую кольцевую автомобильную дорогу с федеральной автодороги М1 «Беларусь» и скоростной автомобильной дороги М10 — Москва—Санкт-Петербург.

Именно в рамках указанных проектов состоялись первые в современной России выпуски инфраструктурных облигаций. При этом инвесторов не испугали ни сложная ситуация на финансовых рынках 2010 года, ни отсутствие прямой бюджетной гарантии (по первому облигационному выпуску в рамках проекта М-1), а также залога возводимого в рамках концессии объекта и иных важных обеспечительных механизмов (уступки прав по концессионному соглашению, прямого соглашения).

Тем не менее есть определенные сложные моменты. На сегодняшний день законодательство не позволяет реализовать весьма актуальные механизмы, потребность в которых очевидна для облигаций со сроком обращения 12–15–20 лет и более:

- возможность пересмотра купонной ставки по инфраструктурным облигациям;
- возможность реструктуризации долга, изменения профиля его погашения (без обязательного кросс-дефолта по всем обязательствам эмитента);
- возможность субординации выпущенных бумаг по отношению друг к другу;
- возможность «привязки» определенных видов обеспечения.

И все-таки важно отметить, что развитие и совершенствование механизмов, регулирующих сферу обращения инфраструктурных облигаций, полезно и неизбежно. Но не стоит забывать, что уже реализуемые проекты являются важным индикатором достаточности существующей базы для успешной работы, правда, при наличии соответствующей воли на государственном и частном уровне. ©