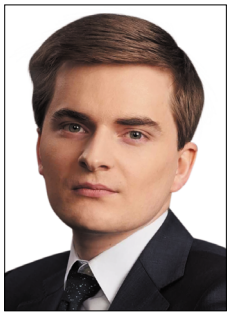

Игорь СМИРНОВ,
младший директор
по корпоративным
рейтингам, «Эксперт РА»

Павел МИТРОФАНОВ,
управляющий директор
по корпоративным
рейтингам,
«Эксперт РА»

Финансирование российского ГЧП: от мануфактуры к конвейеру

Облигации, финансирующие проекты государственно-частного партнерства (ГЧП), при кажущемся удобстве и интересе для инвесторов пока не в состоянии обеспечить бесперебойный денежный поток для инфраструктуры. Их ускоренному развитию нужна приоритетная поддержка государством формата концессионных облигаций, прозрачность и публичность сделок и группировка мелких проектов в пулы.

23 октября 2018 года президент Китая Си Цзиньпин официально открыл мост Гонконг — Чжухай — Макао. На заре его планирования строительство рассматривалось в том числе с применением механизмов государственно-частного партнерства, но позже от них было решено отказаться в пользу госзаказа. Символична стоимость проекта — примерно $20 млрд: она соответствует всей сумме инвестиций в ГЧП-проекты на территории РФ, в том числе ожидаемых, которые отслеживает Национальная ассоциация концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру. Почему инвесторы не идут в инфраструктуру и что можно сделать, чтобы изменить ситуацию?

КОНЦЕССИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ПОКА ШТУЧНОЕ ПРОИЗВОДСТВО

Концессионные облигации — особенные. Выделяя их в отдельный тип активов, ЦБ указывает, что к ним относятся бумаги, выпущенные компанией-концессионером, при этом концедентом должна выступать Российская Федерация, ее субъект или муниципалитет с населением свыше 1 млн человек. Предполагается, что эти условия должны быть крайне интересными для негосударственных пенсионных фондов (НПФ) — ключевых долгосрочных инвесторов в экономике. Все подобные имеющиеся в обращении бумаги, казалось бы, идеально отвечают потребностям НПФ. Облигации обладают длинным сроком обращения — больше 10 лет, что соответствует срочности пассивов НПФ. В своем большинстве бумаги предусматривают плавающий купон по формуле «Индекс потребительских цен+» после выхода на эксплуатационную фазу, что позволяет обеспечить доходность выше инфляции. Более того, проекты в большинстве своем обладают и определенным уровнем государственной поддержки, способствуя

сохранности вложений. Однако ни фонды, ни прочие институциональные инвесторы, ни розничные инвесторы не торопятся вкладываться в концессионные бумаги. Недостаточно проработанная нормативная база превращает потенциально устойчивые проекты в непритягательные для инвесторов: банки не могут работать с такими проектами как с обычными корпоративными заемщиками, а отношения акционеров и кредиторов проекта усложняются особенностями концессионных соглашений.

В сфере банковского финансирования ГЧП бума также не наблюдается: сделки единичны, в основном сосредоточены в госбанках и почти нигде не являются приоритетной бизнес-линией. При этом банки живут с заградительными ставками резервирования под проектное финансирование. Проектные компании без активов, с отрицательным капиталом, без потоков всё еще определяются как «не ведущие реальную деятельность».

Несмотря на огромную емкость и важность рынка инфраструктуры, государство прикладывает несопоставимо малые усилия к популяризации концессионных бумаг как способа финансирования крупных проектов, нередко предпочитая формат госзаказа. Это упрощает чиновникам осуществление контроля за реализацией, но одновременно сильно ограничивает рынок возможностями бюджета. Концессионные бумаги не продвигаются финансовыми властями, не имеют «зеленого коридора» при регистрации, не дают своим покупателям особых преференций, которые могли бы сопровождать новые для рынка инструменты. Например, в ломбардный список Банка России были включены только три эмиссии, получившие государственные гарантии. В результате рынок ГЧП-инвестиций развивается в полузакрытом клубном режиме, получив в ходе такого развития дополнительный набор «детских болезней».

Проектам сильно недостает прозрачности. Текущий уровень информированности потенциальных инвесторов об этапах развития проектов находится на низком уровне даже по компаниям-эмитентам. Стандартные отчеты содержат формальный минимум, предъявляемый к таким документам, и зачастую не вносят ясности по каким-либо спорным ситуациям, особенно по спорам с концедентом. Про то, как живут малые проекты, за пределами банков-кредиторов вообще неизвестно ничего. Специально стоит отметить непрозрачность для внешней оценки итоговой документации. Основа проекта — концессионное соглашение, которое регулирует деятельность компании чуть ли не сильнее устава и собрания акционеров и обеспечивает всю уверенность держателей облигаций, зачастую остается непубличным и поэтому недоступным для оценки внешними инвесторами, а также не может являться источником опыта для новых проектов.

Практика организации существующих проектов показывает, что акционером и кредитором проекта может быть одна группа. Это приводит к тому, что эмитент при установлении ставки купона не всегда преследует цель ее минимизации, к чему стремился бы обычный корпоративный заемщик, и в итоге ставка по этим бумагам является в какой-то степени мерой акционерной доходности для группы. Из-за того что абсолютное большинство облигаций выкупается стратегическим инвестором, причем с идеей удержания до погашения, бумаги почти повсеместно являются неликвидными с точки зрения возможности их оперативной продажи через биржу. В значительной степени открыт вопрос об оценке стоимости бумаг, учитывая определенную оторванность ставки от реальности и крайне малый опыт дефолтов. Фактически, на российском рынке было всего два дефолта по облигациям эмитентов, хоть както связанных с ГЧП, — «Резервной трастовой компании» и «Тверской концессионной компании», и оба случая крайне непрозрачны для стороннего наблюдателя в вопросе, какие именно действия привели к дефолту.

На рынке откровенно мало команд, которые могут собирать и/или изучать проекты в форматах ГЧП. Российский рынок ГЧП молод и компактен, но путь его развития слишком специфичный, чтобы кадровый вопрос можно было закрыть, «купив» экспатов. Даже крупные финансовые дома ограничены в ресурсах по структурированию таких проектов, что приводит к введению размерного ценза по объему инвестиций: проекты размером менее 5–10 млрд руб. малоинтересны таким участникам из-за несопоставимости издержек на структурирование и допустимых экономикой расходов.

ПОДДЕРЖКА, ПРОЗРАЧНОСТЬ, ПУЛЫ

Системным проблемам — системные решения. Рецептам успеха уже более 150 лет, и сложились они во время бума концессий при строительстве железных дорог в императорской России. Концессии позволяют концеденту сэкономить на двух принци-

НИ ФОНДЫ, НИ ПРОЧИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ, НИ РОЗНИЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ НЕ ТОРОПЯТСЯ ВКЛАДЫВАТЬСЯ В КОНЦЕССИОННЫЕ БУМАГИ

ГЧП НЕ ПОДНЯТЬ БЕЗ СИНДИЦИРОВАННОГО КРЕДИТОВАНИЯ, В КОТОРОМ КРУПНЫЕ ИГРОКИ УЧАСТВУЮТ ФИНАНСАМИ И ЭКСПЕРТИЗОЙ, А МЕНЬШИЕ ИГРОКИ МОГЛИ БЫ УЧАСТВОВАТЬ В ФОРМАТЕ СОФИНАНСИРОВАНИЯ

пиальных ресурсах: снизить расходы и долг бюджета, привлекая внешнее финансирование не на свой баланс, и получить доступ к современным технологиям, приобретать или развивать которые самостоятельно было бы слишком накладно. Государству есть куда наращивать объем ГЧП-агитации: в исторически устоявшихся сферах (как транспорт) проникновение ГЧП все еще невысоко, и есть еще поля для форсированного развития партнерств, как, например, в медицине и образовании. Государство предприняло определенные шаги по централизованному развитию деятельности концедентов федерального масштаба. Такие роли успешно приняли ГК «Автодор», консолидировав участие в проектах федеральных автодорог, и Росжелдор как концедент в железнодорожных концессиях.

Но федеральные проекты конечны, и регионы и муниципалитеты должны подхватывать тренд. Здесь историй успеха в разных направлениях пока немного, но есть с чем сравнивать. Например, Санкт-Петербург, проекты которого были отчасти первопроходческими — Западный скоростной диаметр, Пулково, трамваи Красногвардейского района. Второй пример больше про ручное управление и локальный энтузиазм — ряд инициатив и политик под общей идеей привлечения инвестиций, реализуемых в Калужской области.

С недостатками практического характера, хочется надеяться, разбираться будет проще. Для эффективного разговора с инвесторами рынку понадобится придумать формат специализированного раскрытия для эмитентов-концессионеров. И тут мы имеем в виду скорее отраслевой стандарт лучших практик, нежели новые требования от регулятора — инициатива явно нужна «снизу». В минимальный набор такого стандарта, помимо отчетности, может входить раскрытие результатов технического и ценового аудита, поддержание публичных кредитных рейтингов, регулярное раскрытие прогресса проекта.

ГЧП не поднять без синдицированного кредитования, в котором крупные игроки участвуют финансами и экспертизой, а меньшие игроки могли бы участвовать в формате софинансирования. В какой-то степени подобный механизм предлагает ВЭБ в своей Фабрике проектного финансирования. Для розничных инвесторов и институционалов, диверсифицирующих портфель, было бы полезно создание индекса и фондов концессионных облигаций с прозрачными мандатами.

Вслед за развитием стандартных бумаг логично следует развитие альтернативных инструментов, особенно младшего долга. С нашей точки зрения, оценивая структуру капитала, возможно учитывать в структуре акционерного фондирования и квазикапитал, формально — кредитные деньги. К нему мы можем отнести капитальные гранты и субординированное долговое финансирование. Инвесторам будет играть на руку оборотная сторона медали: при большем риске — большая доходность.

Решить вопрос с низким интересом к мелким проектам может помочь практика финансирования пула концессий. Причем пул может быть как «естественный», так и «искусственный». Первый путь — формирование проектных холдингов. Действующий эмитент в таких условиях пока только один — «Управление отходами», где на одном юридическом лице собрано несколько разных концессионных соглашений на разных этапах жизненного цикла. При этом риск по выпускаемым облигациям не сильно зависит от результатов отдельных проектов. К похожей структуре, насколько мы понимаем, может прийти группа ВИС, крупный игрок в сфере инфраструктурного строительства, реорганизуемая в «Первую концессионную корпорацию».

«Искусственные» пулы — это путь секьюритизации. Но он пока экзотичен для нашего рынка, где в базовых активах сделок секьюритизации доминируют розничные банковские продукты. Единственная эмиссия, имеющая отношение к ГЧП, — выпуск специализированным финансовым обществом «Социальная инфраструктура 1», организованная Газпромбанком, через которую были рефинансированы кредиты, выданные на строительство и эксплуатацию автомобильных дорог и ряда образовательных учреждений. На текущий момент будущее аналогичных эмиссий туманно. В таких сделках важна однородность портфеля, а лучшим источником для его наполнения могут стать коробочные решения банков для ГЧП-проектов.

В 2018 году был принят пакет новых приоритетных целей развития России до 2024 года — новые «майские указы», стоимость которых предварительно оценили в 25 трлн рублей. Масштаб и амбициозность поставленных задач диктуют необходимость скорейшего запуска ГЧП-конвейера для обеспечения успеха в «инфраструктурной» части указов и снижения нагрузки на государственный бюджет.