Облигации с госгарантией: есть ли жизнь в России?

Сергей КАДУК,
начальник управления долговых инструментов, «ВЭБ Капитал»

Возглавляет управление долговых рынков департамента инвестиций и финансового консультирования инвестиционной компании Внешэкономбанка «ВЭБ Капитал». Обладает более чем десятилетним опытом работы в ведущих западных и отечественных компаниях в области финансов и консалтинга.

Выпускник МГУ (механико-математический и экономический факультеты) и Darden School of Business, University of Virginia (MBA).

Дмитрий СОБОЛЕВ,
магистр частного права, юрист, адвокатское бюро «Линия права»

Специализируется в области кредитования, структурированного финансирования, проектного финансирования и ГЧП, а также консультирует клиентов по вопросам приобретения и продажи бизнеса и рынков капитала.

Активно участвует в законопроектной деятельности по развитию правовой структуры российского финансового рынка (Законопроект о секьюритизации (Ассоциация региональных банков России, 2008 год), законопроект о проектном финансировании (Минэкономразвития, 2010–2011 годы), законопроект о реформировании залога (Минэкономразвития, ЕБРР, 2010–2011 годы), законопроект о публично-частном партнерстве, 2011 год).

Магистр частного права (2006 год, Российская школа частного права).

Авторы статьи сделали обзор рынка инфраструктурных облигаций и облигаций с государственной гарантией, а также проанализировали имеющиеся на сегодняшний день возможности использования данных долговых инструментов для привлечения финансирования инфраструктурные проекты в России.

ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ С ГОСУДАРСТВЕННОЙ ГАРАНТИЕЙ В 2011 ГОДУ

Бюджетом РФ на 2011 год определен список из семи эмитентов облигационных займов, по выпускам которых предусмотрена государственная гарантия.

Эти выпуски можно разделить на три группы:

1) **Выпуски с целью рефинансирования задолженности (замена кредитов на облигации).** Эмитентами выступили ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» и ОПК «Оборонпром». Выпуски размещались по непривлекательным для рыночных инвесторов условиям: 8% годовых на срок девять лет. Покупателями бумаг выступили госбанки.

2) **Рыночные (квазирыночные) выпуски эмитентов в стратегических отраслях развития национальной экономики.** Заемщиками выступили ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» и ОАО «РосНано».

«Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» имеет на текущий момент 12 обращающихся на рынке выпусков с дюрациями 1.5–8.5 лет. С 2010 года АИЖК выпускает свои облигации в рамках программы инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010–2012 годах. По условиям программы, Внешэкономбанк инвестирует средства Пенсионного фонда РФ в облигации АИЖК на общую сумму до 100 млрд руб., тем самым покрывая большую часть спроса на бумаги. В связи с этим многие выпуски облигаций АИЖК характе-

ризуются ограниченной ликвидностью из-за недостаточной дистрибуции облигаций среди рыночных инвесторов. Кривая доходности бумаг АИЖК может быть принята за бенчмарк при оценке справедливой доходности облигаций с госгарантией, хотя из-за низкой ликвидности размер спредов к кривой ОФЗ по каждому выпуску может сильно колебаться.

Облигации ОАО «РосНано» пока не прошли листинг на бирже и не включены в котировальные списки, поэтому говорить о ликвидности и справедливости ставок купона не представляется возможным.

3) **Эмиссии проектных компаний, занятых реализацией инвестиционных проектов транспортной инфраструктуры.** Эмитенты: ОАО «Главная дорога» (в обращении выпуск серии 3, осуществленный в 2010 году), ООО «Северо-западная концессионная компания» (выпуски находятся на стадии подготовки), ОАО «Западный скоростной диаметр» (в обращении выпуски серий 01 и 02).

Выпуск «Главная дорога-3» характеризуется необычными условиями по определению ставки купона: I + 0.5 GDP, где I — темп прироста потребительских цен за календарный год; а GDP — темп прироста ВВП России за календарный год. Ставка первого купона составляет 5% (цена размещения — 9% от номинала). Выпуск длинный (минимум десять лет) и неликвидный.

«ВЭБ Капитал» выступил организатором выпусков серий 01 и 02 ОАО «Западный скоростной диаметр». При пятилетней оферте ставка купона составила 8.75%. Спрос инвесторов двукратно превысил объем предлагаемых ценных бумаг. В ходе размещения были удовлетворены заявки 56 инвесторов, среди которых крупные государственные и коммерческие банки, управляющие компании, негосударственные пенсионные фонды, иностранные банки и частные лица. Значительный спрос на два первых выпуска облигаций ОАО «ЗСД» со стороны большого количества инвесторов в условиях высокой волатильности финансового рынка свидетельствал об интересе инвесторов к бумагам с госгарантией. Несмотря на непростые рыночные условия, связанные с кризисом в Греции, облигации были размещены посередине первоначального ценового диапазона. Хотя в своих отчетах независимые аналитики советовали инвесторам не вкладывать в облигации ОАО «ЗСД» при спреде к кривой АИЖК менее 100 б.п., итоговая премия к аналогичному по дюрации выпуску «АИЖК-18» составила 50 б.п. Это немного, учитывая, что ОАО «ЗСД» по сути является стартапом с неподтвержденной пока бизнес-моделью и отсутствием фактических результатов деятельности.

Небольшое количество торгуемых выпусков и разнородность эмитентов не позволяет в полной мере оценить справедливую доходность облигаций с госгарантией.

Важным фактором, влияющим на спрос и ставку, является форма предоставляемой гарантии. По всем выпускам 2011 года государство гарантирует инвестору возврат только номинальной суммы без возмещения купонного дохода. Срок платежа по гарантии — 18 месяцев с момента нарушения принципалом обязательств по облигациям, но не ранее 1 января 2014 года. Конкретную дату платежа устанавливает гарант. Продолжительный срок платежа по гарантии существенным образом снижает ее коммерческую ценность для инвесторов.

С целью увеличения привлекательности выпусков эмитенту облигаций с госгарантией следует рассмотреть формы кредитного усиления. Например, успешному размещению облигаций «Западного скоростного диаметра» способствовало субсидирование выплат купонной ставки из бюджета Санкт-Петербурга.

ПРЕИМУЩЕСТВА ГОСУДАРСТВЕННОЙ ГАРАНТИИ В ФИНАНСИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Для спонсора инвестиционного проекта (принципала по гарантии или эмитента облигаций) наличие госгарантий в выпуске обеспечивает следующие преимущества:

- возможность получения по облигациям кредитного рейтинга, превышающего кредитный рейтинг принципала, и привлечения за счет этого финансирования на более выгодных условиях;
- расширение базы инвесторов за счет институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды и страховые компании.

Плюсы для инвесторов:

- корпоративные облигации с суверенным уровнем кредитного качества;

• повышение кредитного качества инвестиционного проекта в целом.

ПОРЯДОК ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ГАРАНТИИ

Предоставлению гарантии предшествует процедура отбора проектов и принципалов. В отборе проектов активно участвует уполномоченный финансовый консультант по проекту. Мнение финансового консультанта учитывается в процессе принятия решения об отборе проекта и принципала по гарантии межведомственной комиссией и при необходимости правительственной комиссией. Далее заключение межведомственной и (или) правительственной комиссии передается Правительству РФ, которое принимает решение о выдаче гарантии. Договор о выдаче гарантии заключается между принципалом и Министерством финансов Российской Федерации, которое выдает подписанную гарантию принципалу.

КРИТЕРИИ ОТБОРА ПРОЕКТОВ

Для предоставления гарантии по облигациям инвестиционный проект должен удовлетворять следующим критериям:

• полная стоимость проекта составляет не менее 5 млрд руб. ($175 млн);

• не менее 15% полной стоимости проекта финансируются принципалом за счет собственных средств;

• общий объем (доля) государственной поддержки, оказываемой Российской Федерацией и (или) субъектами Российской Федерации принципалу по проекту, включая участие Внешэкономбанка в финансировании проекта и предоставление государственной гарантии Российской Федерации, не должен превышать 75% полной стоимости проекта;

• планируемый объем финансирования проекта за счет обеспеченных государственной гарантией Российской Федерации облигационных займов и (или) кредитов, привлекаемых на его осуществление, составляет не более 50% полной стоимости проекта;

• сумма гарантии, предоставляемой в валюте Российской Федерации, должна быть не менее 1 млрд руб., а в иностранной валюте — не менее $30 млн либо эквивалентной суммы;

• государственная гарантийная поддержка может быть оказана принципалу, осуществляющему (финансирующему) несколько инвестиционных проектов.

ТРЕБОВАНИЯ К ОБЛИГАЦИЯМ

Для предоставления гарантии облигации должны удовлетворять следующим критериям:

• Обеспечиваемые гарантией облигации должны иметь срок погашения не ранее чем через четыре года и не позднее чем через 20 лет с момента выдачи гарантии.

• Срок существования обязательств по облигациям должен составлять не менее пяти лет с даты государственной регистрации выпуска облигаций.

• Условиями выпуска облигаций может предусматриваться право владельцев облигаций предъявить их принципалу для досрочного погашения по номинальной стоимости (досрочной выплаты номинальной стоимости облигаций) в случае неисполнения принципалом в течение 30 дней обязательств по выплате очередной части номинальной стоимости облигаций (если условиями выпуска предусмотрена выплата номинальной стоимости по частям) и (или) по выплате дохода по облигациям в виде процентов в срок, установленный условиями выпуска.

КРИТЕРИИ ОТБОРА ПРИНЦИПАЛОВ

Для предоставления гарантии по облигациям принципал должен удовлетворять следующим условиям:

• участники (акционеры), доля которых в уставном капитале принципала составляет не менее 10% (далее — участники (акционеры)), и руководящий состав эмитента, а также привлекаемые к реализации проекта принципалом подрядчики имеют успешный опыт реализации подобных проектов, в том числе по их выводу на плановую окупаемость, обеспечению достижения запланированных показателей экономической эффективности;

• у принципала, а также у участников (акционеров) принципала отсутствует просроченная (неурегулированная) задолженность по денежным обязательствам перед Российской Федерацией, а также по обязательным платежам в бюджеты бюджетной системы РФ.;

• в отношении принципала в соответствии с законодательством РФ не возбуждено дело о несостоятельности (банкротстве);

• принципал имеет документальное подтверждение со стороны сторонних инвесторов (соинвесторов) и (или) кредитных организаций о готовности предоставить финансирование для покрытия той доли от полной стоимости проекта, которая не обеспечена государственной поддержкой и собственными средствами участников (акционеров) принципала.

УСЛОВИЯ ГАРАНТИЙ, УСТАНАВЛИВАЕМЫЕ ПОСТАНОВЛЕНИЯМИ ПРАВИТЕЛЬСТВА РФ[1]

Обеспечиваемые обязательства

Гарантия может быть предоставлена в обеспечение исполнения обязательств принципала по выплате номинальной стоимости облигаций при их погашении и по выплате дохода по облигациям в виде процентов в объеме до 100% таких обязательств.

Отсутствие вознаграждения гаранта

Гарантия предоставляется без взимания вознаграждения гаранта.

Валюта гарантии и обеспечиваемого обязательства

Номинальная стоимость облигаций, обеспечиваемых гарантией, может быть выражена в рублях или в иностранной валюте. Гарантия предоставляется и исполняется в валюте, в которой выражена номинальная стоимость облигаций, обеспечиваемых гарантией.

Субсидиарная ответственность гаранта

Условиями предусмотрена субсидиарная ответственность гаранта перед владельцами облигаций по обязательствам принципала.

Срок платежа по гарантии

Срок платежа по гарантии — в течение 18 месяцев с момента нарушения принципалом обязательств по облигациям, но не ранее 1 января 2014 года. Конкретную дату платежа устанавливает гарант.

Отзыв гарантии

Гарантия может быть отозвана в случае внесения в условия обеспечиваемого гарантией обязательства изменений, не согласованных с гарантом.

УСЛОВИЯ, УСТАНОВЛЕННЫЕ В ГАРАНТИЯХ, СУЩЕСТВУЮЩИХ НА РЫНКЕ [2]

Обеспечиваемые обязательства

Гарантия обеспечивает только обязательство по выплате номинальной стоимости облигаций, другие обязательства по облигациям не обеспечиваются.

Механизм выплаты денежных средств по гарантии

Исполнение обязательств гаранта по гарантии осуществляется путем перечисления гарантом денежных средств платежному агенту по облигациям для последующего перечисления указанных денежных средств владельцам облигаций.

Требование владельца облигаций о перечислении денежных средств по гарантии непосредственно владельцу облигаций, минуя платежного агента, гарантом не удовлетворяются.

Обязательства гаранта по гарантии считаются исполненными с момента перечисления денежных средств платежному агенту по облигациям.

Гарант не несет ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение платежным агентом обязательств перед владельцем облигаций по своевременному перечислению денежных средств в пользу владельца облигаций в полном объеме.

За счет денежных средств, перечисленных гарантом платежному агенту во исполнение обязательств гаранта по гарантии, платежный агент осуществляет выплаты в пользу владельцев облигаций.

Вышеуказанный механизм выплаты денежных средств создает следующие риски для владельцев облигаций:

1) **Риск расторжения договора с платежным агентом**

Договор об оказании услуг платежного агента заключается между платежным агентом и эмитентом. Если эмитент расторгнет договор с платежным агентом и

---

[1] Постановление Правительства Российской Федерации № 1016 «Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» от 14 декабря 2010 г. и Постановление Правительства Российской Федерации № 1017 «О порядке предоставления в 2011 году государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым юридическими лицами, отобранными в порядке, установленном Правительством Российской Федерации, на осуществление инвестиционных проектов» от 14 декабря 2010 г.

[2] Данные условия анализировались на основе текста следующих гарантий: Государственная гарантия Российской Федерации № 04-04-10/178 от 9 декабря 2010 г., выданная по облигациям ОАО «Западный скоростной диаметр» серии 01, Государственная гарантия Российской Федерации № 04-04-10/180 от 30 декабря 2010 г., выданная по облигациям ОАО «Объединенная промышленная корпорация «Оборонпром» серии 01, Государственная гарантия Российской Федерации № 04-04-10/176 от 08 декабря 2010 г., выданная по облигациям государственной корпорации «Российская корпорация нанотехнологий» серии 03 и Государственная гарантия Российской Федерации № 04-04-10/184 от 30 декабря 2010 г., выданная по облигациям ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» серии 01.

не назначит нового, владельцы облигаций могут не получить денежные средства по гарантии.

2) **Риск намеренного неисполнения обязательств платежным агентом**

Вознаграждение платежному агенту выплачивает эмитент. У платежного агента отсутствует юридическая обязанность перед владельцами облигаций выплачивать им денежные средства по гарантии, полученные от гаранта. Положения гарантии, устанавливающие обязанность платежного агента выплачивать денежные средства владельцам облигаций, не имеют юридической силы против платежного агента, так как последний не является стороной договора о предоставлении гарантии. Поэтому у владельцев облигаций отсутствует юридическая возможность потребовать выплаты денежных средств по гарантии от платежного агента. В то же время, владельцы облигаций не вправе требовать выплаты денежных средств в свою пользу от гаранта.

Указанные риски полностью обесценивают государственную гарантию для инвесторов. Для минимизации данных рисков мы предлагаем указать в гарантии, что выплаты владельцам облигаций по гарантии осуществляются не платежным агентом, а Внешэкономбанком, действующим в качестве агента Правительства РФ.

Раскрытие информации об отзыве гарантии

Уведомление гаранта об отзыве гарантии и сведения о факте отзыва публикует эмитент. При этом существует риск того, что эмитент намеренно не раскроет информацию об отзыве гарантии, и владельцы облигаций не узнают своевременно об ухудшении кредитного качества облигаций.

Для минимизации данного риска мы также предлагаем указывать в гарантии, что информацию об отзыве гарантии раскрывает Внешэкономбанк, действующий в качестве агента Правительства РФ.