ОБЕСПЕЧЕННЫЙ ДОЛГ

Денис ШТИРБУ,
старший юрист, VEGAS LEX

Инфраструктурные облигации все еще воспринимаются как новый долгожданный этап развития российского рынка, несмотря на то что необходимость появления этого инструмента поняли еще 2008 году и с того момента были реализованы пилотные выпуски. Но инвесторам требуется закрепление в законах — это обеспечит массовость применения. Поэтому сегодня мы проходим процесс нормотворчества, который не был завершен в 2009 году. А уже имеющийся опыт пытаемся учесть во избежание ошибок.

Инфраструктурные облигации: господдержка для перезагрузки

Сергей МОЛОЧНЫХ,
директор дирекции инфраструктурных проектов, департамент проектного и структурного финансирования, Газпромбанк

РЫНОК НА СТАРТЕ

В России сформированы предпосылки массового внедрения инфраструктурных облигаций в практику.

Во-первых, неудовлетворенный спрос на инфраструктуру не может быть обеспечен исключительно на основе государственного финансирования в связи с бюджетными ограничениями.

Публичное значение инфраструктуры не означает только бюджетные инвестиции — то же конституционное право на жилье обеспечивается за счет инвестиций частных. Задача не в том, чтобы найти деньги на инфраструктуру в госбюджете, а в том, чтобы обеспечить привлечение внебюджетных средств в инфраструктуру в рамках разумного баланса этих источников финансирования.

По экспертным оценкам, потребности инфраструктурного сектора в инвестициях в ближайшие 10 лет варьируются в пределах $500–700 млрд. Доля облигационного финансирования может составить около 10–30%, что и формирует потенциальный рынок.

Во-вторых, четко прослеживается интерес к данному инструменту со стороны финансовых инвесторов.

Несмотря на то что основными инвесторами в инфраструктурные облигации традиционно считаются пенсионные фонды, инструмент представляет определенный интерес и для коммерческих банков. Первые инфраструктурные проекты государственно-частного партнерства в России получили серьезную поддержку со стороны кредитных организаций. С практической точки зрения это демонстрация готовности российских и зарубежных инвесторов рассматривать проекты с приемлемым профилем риска и различными формами господдержки. А для целевого сегмента долгосрочных инвесторов в инфраструктурные облигации важным достоинством инструмента является возможность «побить» инфляцию (в случае привязки купона к индексу потребительских цен).

В-третьих, уже есть успешный опыт выпуска инфраструктурных облигаций в рамках первых концессионных проектов.

На сегодняшний день существует успешный опыт размещения как мини-

мум двух облигационных выпусков в рамках следующих проектов:

- строительство нового выхода на Московскую кольцевую автомобильную дорогу с федеральной автодороги М1 «Беларусь»,
- строительство скоростной автомобильной дороги М10 «Москва — Санкт-Петербург» на участке 15–58 км.

Газпромбанк выступил организатором первого в современной истории России облигационного выпуска в рамках автодорожной концессии. Реализация проекта М1 «Беларусь» в условиях российских экономических реалий 2009–2010 годов потребовала внесения изменений в законодательство (в частности, были внесены изменения в регулятивные документы ФСФР[1]), которые предоставили негосударственным пенсионным фондам право участвовать в финансировании инфраструктурных проектов (в том числе через выкуп облигаций эмитентов без рейтинга). Это стало возможным благодаря включению бумаг в котировальные списки в упрощенном порядке (наряду с облигациями, обеспеченными государственной гарантией РФ или гарантией ГК «Внешэкономбанк») без необходимости соответствовать ряду формальных требований (ежемесячный объем сделок, срок существования эмитента, отсутствие убытков, отчетность МСФО или US GAAP).

В рамках проекта М1 «Беларусь» привлекательность проекта обеспечивалась благодаря гарантии контрактных обязательств: при расторжении концессионного соглашения государство обязалось компенсировать непогашенный остаток основного долга (в том числе в рамках облигационных выпусков) концессионера и начисленные проценты. В данном отношении держатели облигаций концессионера имеют преимущественное право требования по сравнению с акционерами, которые могут рассчитывать на компенсацию лишь в случае расторжения концессионного соглашения по вине государства.

Такой подход обеспечил переподписку облигационному выпуску, при этом прямая бюджетная гарантия государством не предоставлялась. Сам проект получил статус «Сделка года 2010» (от журнала TheBanker) и «Лучшая сделка в инфраструктурном секторе в Центральной и Восточной Европе» (от профильного издания EMEA Finance).

Опыт первых проектов является основой создания условий массового выпуска инфраструктурных облигаций.

ГОСУДАРСТВЕННОЕ ЗНАЧЕНИЕ — ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОДДЕРЖКА

Инфраструктурные проекты характеризуются крайне высокой капиталоемкостью, множественностью рисков и длительным периодом окупаемости. Это приводит к одному крайне важному выводу: инфраструктурный сектор не может развиваться без непосредственной поддержки государства и полное замещение государственного финансирования частным не является реалистичным целевым ориентиром. Понятно, что в текущих макроэкономических условиях трудно ожидать бума «рыночной» активности в ближайшие годы.

> «ПОМИМО МЕХАНИЗМА ГОСУДАРСТВЕННОЙ ГАРАНТИИ ПО ПРИВЛЕКАЕМЫМ ЗАЕМНЫМ РЕСУРСАМ, НА РЫНОЧНУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ ВЛИЯЕТ ПРИМЕНЕНИЕ МЕХАНИЗМОВ, ОБЕСПЕЧИВАЮЩИХ ПОЛНОЕ ИЛИ ЧАСТИЧНОЕ ПРИНЯТИЕ РИСКА СПРОСА ГОСУДАРСТВОМ»

В связи с этим бюджетные расходы на господдержку рынка инфраструктурных облигаций должны быть эффективными, что достигается благодаря минимизации проектных рисков, не контролируемых инвесторами. В таком случае отпадает потребность в излишних бюджетных обязательствах, но появляется «контрактная гарантия». Это позволит защитить интересы облигационеров, но оставит проектные риски в компетенции эмитента-концессионера и его акционеров.

РАЗВИТИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА КАК КЛЮЧЕВОЙ ПРИОРИТЕТ

Помимо государственной поддержки, привлечение инвесторов сопряжено с развитием нормативной базы (в том числе в сфере ГЧП, государственных гарантий, норм резервирования, регламентации разрешенных для инвестирования активов пенсионных фондов). Свидетельством повсеместного понимания этой задачи является целый ряд законодательных инициатив по расширению доступа к различным инструментам финансирования инфраструктуры и развитие механизмов защиты интересов финансовых институтов, например:

- проект федерального закона «О государственно-частных партнерствах»;
- проект закона о внесении изменений в различные законодательные акты с целью оптимизации законодательства о проектном финансировании, в том числе в части залогового обеспечения;
- проект закона о внесении поправок в НК РФ, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» с целью создания благоприятного климата для развития рынка инфраструктурных (проектных) облигаций.

Само понятие инфраструктурных облигаций в современной российской действительности носит весьма условный характер. По большому счету это особые проектные облигации, выпускаемые компанией-концессионером в рамках проекта, реализуемого на основе Закона № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях», по которым законодатель смягчил требования по допуску к торгам, что подтверждается следующими характеристиками:

- отсутствие нормативно регламентированного понятия инфраструктурных облигаций;
- необходимость специального статуса эмитента — концессионера по заключенным концессионным соглашениям;
- целевой характер эмиссии — реализация действующего концессионного соглашения;
- контрактные обязательства государства по досрочному погаше-

[1] См. пп. 4.10.7, 4.10.8 «Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (Утв. приказом ФСФР России от 28.12.2010 № 10-78/пз-н).

нию старшего долга — при прекращении концессионного соглашения;

• исключение формальных требований — допуск бумаг к торгам без выполнения условий по ежемесячному объему сделок, сроку существования эмитента, отсутствию убытков, наличию отчетности МСФО или US GAAP.

Это позволяет институциональным инвесторам размещать средства в таких активах, но не стимулирует к массовому участию в выпусках, так как права облигационеров требуют защиты федеральным законом.

СТИМУЛИРОВАНИЕ МАССОВОГО ПРИМЕНЕНИЯ

Помимо обеспечения полноценного нормативного регулирования, критически важным для стимулирования притока средств в инфраструктурные облигации является:

• привлечение средств локальных институциональных инвесторов (прежде всего пенсионных фондов и страховых компаний);

• внедрение механизма государственных гарантий в отношении обеспечения гарантированной доходности проекта;

• принцип гарантии контрактных обязательств на 100% объема долгового портфеля;

• налоговое стимулирование: снижение ставки (или полная отмена) налога на купонный доход;

• возможность реструктуризации выплат по облигационному займу без обязательного дефолта эмитента (равенство прав старших кредиторов и облигационеров);

• обеспечение возможности эмиссий с различным профилем риска для разных инвесторов (старшие, субординированные и акционерные транши, возможность формирования рынка производных инструментов);

• развитие системы рейтингования (с привлечением локальных и международных агентств);

• совершенствование упрощенной процедуры внесения в котировальные листы бирж;

• внесение в Ломбардный список ЦБ для обеспечения возможности рефинансирования под залог инфраструктурных облигаций;

• снижение ограничений, связанных с осуществлением эмиссии инфраструктурных облигаций (в частности, нормативы в отношении собственного капитала эмитента, уровня предоставляемого обеспечения).

Ряд мер стимулирования уже нашел отражение в проектах федеральных законов.

ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ГОСУДАРСТВОМ

Помимо механизма государственной гарантии по привлекаемым заемным ресурсам, на рыночную привлекательность инфраструктурных проектов влияет применение механизмов, обеспечивающих полное или частичное принятие риска спроса государством (платежи за доступность, гарантия минимального дохода).

Кроме гарантии контрактных обязательств, стоит обратить внимание на дополнительные меры повышения качества обеспечения:

> НАИБОЛЕЕ РЕАЛИСТИЧНЫМ ПЕРЕХОДОМ К МАССОВОМУ РЫНКУ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЯВЛЯЕТСЯ ИХ ПРИМЕНЕНИЕ ДЛЯ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ПОСЛЕ ЗАПУСКА ОБЪЕКТА

• частичное софинансирование капитальных затрат по проекту государством с контролем целевого характера использования и стадийности реализации проекта;

• гарантия компенсации выпадающих доходов/сверхплановых расходов концессионера-эмитента при возникновении «особых обстоятельств» (повышение концедентом арендной и/или концессионной платы, неблагоприятное изменение законодательства, нарушение обязательств государством в части объемов и сроков финансирования, вмешательство в хозяйственную деятельность концессионера).

Вместе с тем государственное обеспечение инфраструктурных облигаций не в состоянии исключить необходимость иных источников финансирования, прежде всего — кредитных ресурсов.

РЕАЛИСТИЧНЫЕ ПРИОРИТЕТЫ

Инфраструктурный проект проходит через несколько ключевых этапов, характеризующихся различными рисками:

• инвестиционная фаза/создание объекта — риски облигационеров наиболее существенные, так как актива как объекта прав не существует, а оптимальным способом обеспечения прав облигационеров является государственная гарантия;

• запуск в эксплуатацию/выход на проектную мощность — объект прав уже существует и генерирует доход, но присутствует маркетинговый риск недозагрузки в связи с внешними факторами, поэтому оптимальным будет косвенное обеспечение через гарантирование государством минимального необходимого дохода;

• плановая эксплуатация/возврат заимствований: проектная загрузка объекта позволяет обеспечить облигации через консолидацию и структурирование гарантированных платежей потребителей и снимает необходимость в государственном обеспечении.

Поэтому наиболее реалистичным переходом к массовому рынку инфраструктурных облигаций является их применение для рефинансирования после запуска объекта. Инвестиционная фаза финансируется за счет кредитных ресурсов коммерческих банков, а последующий выпуск инфраструктурных облигаций обеспечит проекту долгосрочное доступное и гибкое финансирование после снятия рисков инвестиционной фазы.

При этом государственная гарантия рефинансирования закрывает не проектные риски, а возможное отсутствие на рынке заемных ресурсов и/или увеличение рыночной процентной ставки.

Преимуществом данного подхода является распределение источников финансирования по этапам проекта и минимизация потребности в длинных деньгах. При этом государство обеспечивает качественную замену одного источника финансирования на другой: коммерческий кредит на облигационный заем; облигационный заем с обеспечением на облигационный заем без обеспечения — с сохранением общих требуемых параметров инвестиций в инфраструктурный проект.