Сергей ПАХОМОВ,
доктор экономических наук

Инфраструктурные облигации по–американски: опыт Нью–Йорка

Первый муниципальный облигационный заем Нью-Йорка был выпущен в 1812 году под общие обязательства бюджета. Его объем составил $900 тыс., срок обращения — 15 лет, процентная ставка — 6% годовых. А первый облигационный заем, в основе обеспечения которого уже лежали не общие обязательства городского бюджета, а секьюритизация части доходов муниципалитета в виде портовых сборов, был выпущен в 1920 году портовой администрацией Нью-Йорка и Нью-Джерси и использовался на развитие инфраструктуры порта. Фактически это была первая «инфраструктурная» облигация в истории муниципальных заимствований США.

Облигационный заем, обеспеченный секьюритизацией части муниципальных бюджетных доходов, представляет собой форвардную продажу этого доходного финансового потока (Forward True Sale) путем его передачи специальному юридическому лицу (Special Purpose Vehicle), защищенному от возможности банкротства местного органа власти и от всех рисков, связанных с его экономическим или финансовым положением. Кредитное качество подобного облигационного займа связано с устойчивостью национальной юридической системы и с проработанностью юридических вопросов, регулирующих передачу такого доходного потока специальному юридическому лицу и обеспечивающих защищенность от претензий всех других кредиторов к местной власти.

Для Нью-Йорка и других эмитентов муниципального публичного долга в США таким юридическим лицом часто является специально учреждаемая Корпорация общественного блага (Public Benefit Corporation), которая юридически надежно защищена от перспективы ухудшения кредитоспособности своего непосредственного учредителя, поскольку она является первоочередным непосредственным получателем выделенных из бюджета статей доходов. Указанное юридическое лицо (в силу действующего в США законодательства) не может быть ликвидировано своим учредителем до полного выполнения всех своих обязательств, также не могут быть пересмотрены условия выделения ему части бюджетных доходов или иных активов. На заключительном

этапе Корпорация общественного блага выпускает от своего имени облигации, надежность обслуживания и погашения которых обеспечивается гарантированным (за счет выделения из консолидированного бюджета) финансовым потоком. Как правило, данные структурированные облигационные займы, обеспеченные гарантированным будущим финансовым потоком, имеют более высокий кредитный рейтинг. В Нью-Йорке рейтинг таких займов, как правило, AA+ или AAA, и, соответственно, они имеют более низкую стоимость обслуживания, чем облигационные займы, выпущенные под общие обязательства бюджета города (в настоящее время их рейтинг AA). Следует отметить, что расходы на подготовку юридической документации и создание соответствующей структуры выпуска таких займов значительно выше, чем для займов под общие обязательства.

В США широко распространены структурированные облигационные займы местных органов власти, обеспечением по которым служит залог тарифного или иного доходного потока, генерируемого муниципальным проектом. Такие облигации называются доходными (Revenue Bonds) и используются для финансирования проектов развития муниципальной инфраструктуры. В 2007–2012 годах объем выпуска муниципальных Revenue Bonds составил $1.52 трлн. Для сравнения: выпуск муниципальных облигаций в США под общее обеспечение доходами бюджета составил за тот же период всего $782.1 млрд[1].

Такие займы стали регулярно выпускаться властями Нью-Йорка с 1997 года, после того как город с трудом избежал банкротства и доверие к его долгам среди инвесторов сильно упало. Объектами секьюритизации являлись бюджетные поступления от подоходного налога, налога с продаж, налога на имущество, поступления в бюджет от аренды муниципального имущества. С 1998 года начался выпуск секьюритизированных облигационных займов, обеспеченных залогом поступлений от тарифов за водоснабжение, от портовых сборов. В 1999 году был выпущен облигационный заем, обеспеченный будущими поступлениями от компенсационных платежей, выплачиваемых американскими табачными компаниями. Успех секьюритизированных займов Нью-Йорка среди инвесторов (даже в период и после кризиса 2007–2009 годов) связан с тщательной проработкой механизма юридической защищенности держателей облигаций от любой возможности изъятия залога финансовых потоков, гарантированно обеспечивающих их обслуживание и погашение. Показателен в отношении объемов выпуска секьюритизированных муниципальных облигаций анализ четырехлетних финансовых планов Нью-Йорка на 2006–2010[2] и 2013–2017 годы[3].

Годовые бюджетные доходы города в 2006–2010 годах должны стабилизироваться на уровне $53–56 млрд. В период 2013–2017 годов доходы будут варьироваться от $70 млрд до $76 млрд в год. Исполнение программы капитального строительства отличается стабильностью. В период до 2010 года предусматривались инвестиционные расходы в объеме $40.7 млрд. В период 2013–2017 годов эта цифра составит $39.3 млрд. Выполнение инвестиционной программы основано на долговом финансировании как через выпуск городских облигаций под общие обязательства (35% финансирования), так и через выпуск секьюритизированных облигационных займов, обеспеченных бюджетными и тарифными доходами (65% финансирования). Объем долгового финансирования инвестиционной программы города также стабилен: до 2010 года — $31.6 млрд, а в период 2013–2017 годов — $31.885 млрд.

Финансирование инвестиционной программы ведется в основном за счет выпуска облигаций, обеспеченных отдельными статьями доходов городского бюджета и доходами от реализуемых проектов. В 2006–2010 годах выпуск облигаций под общие обязательства бюджета города был сокращен с $23.8 млрд до $12 млрд за счет роста выпуска секьюритизированных займов под более низкие проценты. В 2013–2017 годах эта пропорция не поменяется: $11.24 млрд должны составить выпуски облигаций под общие обязательства бюджета и $20.645 млрд — секьюритизированные облигации. Объем консолидированного долга Нью-Йорка возрастает с $68.9 млрд в 2006 году до $107.9 млрд к 2017 году. Долг под общие обязательства бюджета выйдет на уровень $42.525 млрд, а секьюритизированный долг возрастает с $32 млрд в 2006 году до $64 млрд в 2017 году[4].

Город Нью-Йорк выпускает следующие виды секьюритизированных облигационных займов:

- под залог бюджетных доходов от налога на имущество, подоходного налога и налога с продаж;
- под залог тарифных платежей за потребление воды и пользование канализацией;
- под залог будущих компенсационных поступлений от табачных компаний в пользу Нью-Йорка.

Передача секьюритизируемых налоговых или иных бюджетных доходов в пользу Корпорации общественного блага должна иметь безупречное и безусловное юридическое оформление и представляет собой их форвардную продажу с передачей в траст. Ключевым элементом является юридическое оформление залога секьюритизируемых финансовых потоков в пользу будущих держателей облигаций. Налоговая система США обеспечивает такому залогу дополнительную надежность: налоги города поступают сначала властям штата Нью-Йорк и уже затем распределяются ими в пользу города. При залоге

[1] US Municipal Issuance. Monthly Data to April 2013. SIFMA Report updated 05/14/13.

[2] The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2006 Financial Plan. Fiscal Years 2006–2010. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2006.

[3] The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2013 Financial Plan. Fiscal Years 2013–2017. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2013.

[4] The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2006 Financial Plan. Fiscal Years 2006-2010. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2006.

The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2013 Financial Plan. Fiscal Years 2013–2017. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2013.

УСПЕХ СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ ЗАЙМОВ НЬЮ-ЙОРКА СРЕДИ ИНВЕСТОРОВ СВЯЗАН С ТЩАТЕЛЬНОЙ ПРОРАБОТКОЙ МЕХАНИЗМА ЮРИДИЧЕСКОЙ ЗАЩИЩЕННОСТИ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ОБЛИГАЦИЙ

этих платежей в пользу держателей выпущенных облигаций власти штата напрямую перечисляют их в пользу Корпорации общественного блага, выпустившей облигационный заем. Корпорация вычитает из поступивших средств стоимость текущего обслуживания займа и поступления в фонд его предстоящего погашения, а остаток переводит властям города. При этом сумма заложенных гарантированных финансовых поступлений должна значительно превышать стоимость ежегодного обслуживания и, в ряде случаев, погашения облигаций. В случае залога налоговых и тарифных платежей в бюджет особое значение имеет надежность системы их регулярного сбора и гарантированного поступления на банковский счет траста или Корпорации общественного блага (часто это одно и то же юридическое лицо). Стабильность созданной для займа юридической конструкции обеспечивается системой надзора за соблюдением законодательства и независимой судебной системой США.

В целях заемного финансирования инфраструктурных проектов городом был создан ряд специальных юридических лиц, имеющих форму Корпорации общественного блага (Public Benefit Corporation). В 1984 году была создана New York City Municipal Water Finance Authority, или NYW (Муниципальная администрация финансирования водоснабжения г. Нью-Йорка), которая выпускает займы, обеспеченные тарифными поступлениями за водоснабжение и канализацию. К 2006 году NYW выпустила секьюритизированных займов на сумму $27.9 млрд, финансовый план до 2010 года предусматривал выпуск таких облигаций еще на $7.8 млрд, до 2017 года — $7.277 млрд. Рейтинг облигаций NYW в настоящий момент находится на уровне AAA и AA+ в зависимости от структуры конкретных выпусков. Общий долг NYW к 2017 году достигнет $32.971 млрд[1].

В 1997 году в целях долгового финансирования части инвестиционной программы города была создана New York City Transitional Finance Authority, или TFA (Администрация финансирования переустройства г. Нью-Йорка). К 2006 году TFA выпустила секьюритизированных займов, обеспеченных залогом поступлений от подоходного налога и налога с продаж, на $18.5 млрд. План до 2010 года предусматривал выпуск облигаций еще на $12 млрд, и за счет наращивания займов TFA планируется ограничить долг города под общие обязательства. Значение займов TFA для финансирования развития Нью-Йорка возрастает. Объем выпущенных ею займов должен увеличиться к 2017 году до $29.9 млрд[2].

В 1999 году для выпуска особых облигационных займов была создана Tobacco Settlement Assets Securitisation Corporation, или TSASC (Корпорация секьюритизации табачных компенсационных платежей), ее программа по выпуску облигационных займов до 2004 года была определена в объеме $2.8 млрд. Долг TSASC постепенно амортизируется и к 2017 году сократится до $1.192 млрд.

В 2004 году была создана специальная некоммерческая девелоперская корпорация Hudson Yards Infrastructure Corporation (HYIC). Ее задача — финансирование за счет выпуска облигаций работ по реконструкции транспортной инфраструктуры части Манхэттена. В дальнейшем здесь планируется создать в течение ближайших 30 лет новый жилой и деловой район Нью-Йорка. Планируется выпуск облигаций на сумму до $3 млрд, погашение и обслуживание которых обеспечивается поступлениями от налогов на имущество и недвижимость, создаваемых и реализуемых на рынке в процессе реализации этого проекта. В случае нехватки средств для обслуживания процентных платежей по займам город обязан восполнить недостачу. В 2006 году HYIC выпустила займов на $2 млрд.

[1] The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2006 Financial Plan. Fiscal Years 2006–2010. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2006.

The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2013 Financial Plan. Fiscal Years 2013–2017. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2013.

[2] The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2006 Financial Plan. Fiscal Years 2006–2010. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2006.

The City of New York. Michael R. Bloomberg, Mayor. January 2013 Financial Plan. Fiscal Years 2013–2017. Office of Management and Budget. Mark Page, Director. January 2013.

Высокую надежность займов NYW, финансирующих развитие системы водоснабжения и канализации Нью-Йорка, обеспечивают юридическая конструкция займов и дополнительные гарантии инвесторам. Юридическая конструкция полностью изолирует тарифный финансовый поток, служащий гарантией обслуживания и погашения долга, от администрации города Нью-Йорка и от возможных претензий иных кредиторов в случае банкротства города. Дополнительные гарантии инвесторам дает трехкратное превышение тарифного финансового потока над стоимостью обслуживания долга и использование особого механизма сбора тарифных платежей (аккумулирование в независимом банке, выступающем в качестве трастового агента).

Более сложная конструкция применяется при выпуске займов TFA. В этом случае выделялся из бюджета и секьюритизировался поток налоговых платежей, создаваемый подоходным налогом и налогом с продаж. При этом налог с продаж играет резервную роль на случай снижения залогового покрытия, обеспечиваемого подоходным налогом ниже 150% от максимального уровня ежегодного обслуживания долга. Заложенные налоговые доходы ранее собирались Департаментом налогообложения и финансов штата Нью-Йорк и передавались Финансовому комптроллеру штата (независимое от администрации штата выборное должностное лицо, обеспечивающее надзор за соблюдением местными властями финансовой дисциплины). В соответствии со своими должностными полномочиями комптроллер переводил все поступления в пользу TFA, которая вычитает требуемые для обслуживания долга средства, а остаток переводит в пользу администрации Нью-Йорка. Активы TFA полностью юридически отделены от активов города и защищены от возможных претензий кредиторов в случае банкротства и города, и штата. Ни город, ни штат, ни любой из их кредиторов не имеют юридической возможности претендовать на поступления от подоходного налога или налога с продаж в случае банкротства города Нью-Йорка. До 2004 года заложенный планируемый поток этих налоговых доходов обеспечивал семикратное покрытие ежегодных расходов на обслуживание долга. Аналогичное покрытие распространяется и на 2006–2010 годы. Такой высокий уровень гарантированного покрытия связан с нестабильностью налоговой базы для данных налогов. С 2008 года налог с продаж непосредственно собирается городом, однако режим залога этих налоговых поступлений в пользу держателей облигаций TFA не меняется и рейтинг ее долга сохраняется на уровне AAA[1].

Еще более сложная конструкция была применена при выпуске займов под залог будущих компенсационных поступлений от табачных компаний в пользу Нью-Йорка. Для реализации программы город учредил как Корпорацию общественного блага, так и отдельный траст. Здесь был применен юридический механизм форвардной продажи городом как самих будущих платежей, так и права получать их. Эти будущие поступления были проданы в пользу учрежденной городом «специальной корпорации» TSASC, а поступления от продажи использовались на финансирование городом части своих капитальных расходов. Для финансирования этой покупки TSASC выпускает свободные от налогообложения облигационные займы, обеспеченные заложенными компенсационными платежами. Полученная от займов выручка перечисляется городу в оплату приобретения будущих платежей и прав на них. При поступлении компенсационных платежей «специальная корпорация» вычитает из них стоимость ежегодного обслуживания и операционные расходы, а остаток перечисляет в специально учрежденный городом траст, аккумулирующий средства. Облигации носят амортизационный характер и погашаются в соответствии с предусмотренным графиком в течение 30 лет. Такая структура погашения рассматривается как более надежная по отношению к обычным секьюритизированным займам, поскольку амортизация фактически аккумулирует денежный резерв через регулярную выплату части основного долга. Перечисление остатка средств не напрямую городу, а в траст, учрежденный городом, позволяет создать дополнительный денежный резерв на случай непредвиденных юридических осложнений, судебных исков, резкого снижения потребления табачной продукции (компенсационные платежи увязаны с уровнем ее потребления населением города), банкротства табачных производителей, их отказа от обязательств[2].

Рассмотренные примеры показательны и интересны, однако в настоящее время неприменимы в российской практике. Ведется много дискуссий в экспертных и политических кругах о возможности и желательности выпуска регионами и муниципалитетами России так называемых проектных облигаций, инфраструктурных облигаций, обслуживание и погашение которых обеспечивалось бы доходами от различных проектов в сфере транспорта и коммунальных услуг. Однако секьюритизация любых бюджетных доходов местных органов власти в рамках действующего Бюджетного кодекса РФ, предусматривающего принцип «единства кассы» и не допускающего в принципе выведения каких-либо доходов за рамки бюджетов, принципиально невозможна. Отсутствует в российском законодательстве и само понятие «Корпорация общественного блага», и нет возможности на уровне региональных органов власти учреждать что-либо подобное. Наконец, в России полностью отсутствует трастовое законодательство, следовательно, и сама возможность для органов местной власти учреждать трасты, бенефициарами которых они бы являлись и которые могли бы использовать для передачи в обеспечение по своим займам тарифы, налоговые и иные доходы бюджета. Для решения этой задачи необходимо привести российское законодательство в соответствие с потребностями экономического развития страны и международными стандартами лучшей практики.

[1] Standard & Poor's. New York City Transitional Finance Authority's Future Tax-Secured Bonds Series A Rated "AAA". 25 September 2006.

[2] Информация предоставлена Office of Management and Budget г. Нью-Йорка.