Федор ТЕРЕБКОВ,
заместитель начальника
департамента корпоративных
финансов, ОАО «ФСК ЕЭС»

Мария МЕРЗЛИКИНА,
начальник департамента
корпоративных финансов,
ОАО «ФСК ЕЭС»

О долгосрочных долговых источниках финансирования масштабных инфраструктурных проектов

В России существует большой потенциал инвестиционных проектов в инфраструктуре. Его реализация могла бы не только расширить поле инвестиционных возможностей для различных типов инвесторов, но и выступить драйвером развития остальных отраслей и роста благосостояния в целом. Для локального рынка капитала способность удовлетворить спрос на фондирование инфраструктурных отраслей будет означать новый уровень зрелости и возможный приход на рынок новых глобальных инвесторов. В общем, со всех сторон сплошная синергия, но есть проблемы.

ГРАНИЦЫ ЗАДАЧИ

Мы не стали касаться таких аспектов, как стабильность регуляторной, налоговой среды и особенности регулирования естественных монополий. Сосредоточимся на чисто финансовых аспектах реализации инфраструктурных проектов.

Во-первых, рентабельность инвестиционных проектов в инфраструктурных отраслях в целом невысока по объективным причинам.

- Инфраструктурные отрасли почти ничего не экспортируют и не импортируют непосредственно потребительский товар или услугу, импортозамещением тоже не занимаются. То есть не имеют возможности эксплуатировать сравнительные преимущества своей или чужой страны на мировом рынке.
- В силу высокой социальной значимости и влияния на конкурентоспособность отечественного производства, а также технологической предрасположенности к формированию естественной монополии все инфраструктурные отрасли в той или иной мере регулируемые.

Невысокая рентабельность логично приводит к большим срокам окупаемости. Например, в электросетевом комплексе в тарифных моделях RAB-регулирования

заложена дисконтированная окупаемость инвестиций до 35 лет. При этом прослеживается четкая тенденция в целом по инфраструктурным отраслям: чем масштабнее инвестиционный проект, тем, как правило, длиннее срок окупаемости. Например, реновация теплосетей в отдельно взятом небольшом населенном пункте при сохранении существующих тарифов гораздо более рентабельна и быстрее окупается, чем строительство участка магистральных ЛЭП или железной дороги.

Отметим, что при невысокой рентабельности никто не отменял требуемую норму доходности на акционерный капитал в инфраструктурном проекте, которая, конечно же, гораздо выше. Существуют два способа совмещения невысокой рентабельности с нормальной доходностью. Первый интуитивно прост и технически легко реализуем — это реализация проекта с дешевым «плечом». Второй сложен и на текущий момент удачно реализован в ограниченном числе случаев — это создание государственно-частного партнерства и компенсация доходной части проекта до необходимой за счет государственных ресурсов в расчете на то, что развитие, достигнутое за счет реализации проекта, приведет к росту налогооблагаемой базы в будущем и позволит вернуть вложенные государством средства.

Впрочем, во всех масштабных случаях запущенных проектов ГЧП дешевое плечо тоже имеет место быть.

Стоит отметить в защиту инфраструктурных отраслей от обвинений в потенциальной чрезмерной долговой нагрузке, что в условиях стабильного долгосрочного тарифного регулирования и регуляторной среды в целом инфраструктурный бизнес является, пожалуй, самым стабильным и наименее подверженным циклам деловой активности и вообще каким-либо колебаниям. Именно этот факт позволяет таким компаниям, как National Grid Electricity Transmission plc, при соотношении Net Debt/EBITDA = 5.1 обладать международными рейтингами A3/A–/A.

Наконец, в силу того, что инфраструктурные отрасли, как правило, ничего не экспортируют, денежный поток на всем прогнозируемом горизонте у них в национальной валюте. В нашем случае — рублевый. И это обстоятельство, как мы покажем в дальнейшем, обрекает их на фондирование проектов именно на локальном рынке капитала.

Отдельно нам хотелось бы коснуться вопроса оптимальной срочности инструментов финансирования инфраструктурных проектов. Понятно, что в контексте рисков рефинансирования акционерный капитал можно рассматривать как бессрочный. Возможно ли финансирование долговым капиталом со сроками короче, чем возврат средств от проекта? Безусловно да, но это убивает всю надежность инфраструктурного проекта, так как добавляет акционеру риски рефинансирования. Как следствие, требуемая доходность на акционерный капитал повышается и в рамках ограниченной рентабельности может быть достигнута только за счет еще большего увеличения долгового рычага, что, в свою очередь, множит риски. Первыми не выдержат груза этой спирали проекты с наибольшим сроком окупаемости, они же, как правило, самые масштабные. Резюмируем: реализация инвестиционных проектов с долговым плечом и перекредитованием — это однозначно не бизнес инфраструктурных отраслей и не может им быть. Для реализации инфраструктурных проектов сроки погашения долговых финансовых инструментов должны соответствовать срокам дисконтированной окупаемости (под аналогичную ставку и за вычетом требуемого cash flow на акционерный капитал).

Итак, для реализации масштабных инвестиционных проектов в инфраструктурных отраслях необходим долгосрочный и дешевый рублевый долговой капитал.

ПУТИ РЕШЕНИЯ

Источники средств

На рублевом рынке не так много ресурсов необходимой длины. Сроки дисконтированной окупаемости крупных инфраструктурных проектов, как правило, не меньше 20 лет. Максимальная срочность банковских кредитов и облигационных займов обычно не превышает семи лет. Известны единичные случаи кредитования на 15 лет и рыночные выпуски облигационных займов со сроком погашения 10 лет, но на текущий момент исключение лишь подтверждает правило.

Российская банковская система, которая также является основным инвестором в корпоративные облигации, в силу ограниченной срочности пассивной базы не способна инвестировать в инструменты необходимой длины без выстроенных механизмов рефинансирования таких инвестиций. Наиболее

ПРИ НЕВЫСОКОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ НИКТО НЕ ОТМЕНЯЛ ТРЕБУЕМУЮ НОРМУ ДОХОДНОСТИ НА АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ В ИНФРАСТРУКТУРНОМ ПРОЕКТЕ, КОТОРАЯ, КОНЕЧНО ЖЕ, ГОРАЗДО ВЫШЕ

Источники: Investfunds, Росстат, ГК «Агентство по страхованию вкладов»

Рисунок 1
Совокупный объем ресурсов институциональных инвесторов на локальном рынке, млрд руб.

ПОТЕНЦИАЛ ЗАИМСТВОВАНИЯ НА УЖЕ СУЩЕСТВУЮЩИХ КАЧЕСТВЕННЫХ ЗАЕМЩИКОВ ОГРАНИЧЕН И НЕ МОЖЕТ ОБЕСПЕЧИТЬ ВСЕЙ ПОТРЕБНОСТИ В ФИНАНСИРОВАНИИ МАСШТАБНЫХ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ

успешно реализованный в России механизм рефинансирования долгосрочных активов — система ипотечного кредитования — в конечном счете опирается на средства пенсионных накоплений под управлением государственной управляющей компании «Внешэкономбанк».

Институциональные инвесторы, которые на локальном рынке капитала управляют средствами накопительной пенсионной системы, системы негосударственного пенсионного обеспечения (пенсионные резервы НПФ), страховых резервов по страхованию жизни, долгосрочных страховых или накопительных фондов различных внебюджетных государственных программ, по своей экономической сути являются естественными инвесторами в долгосрочные рублевые долговые инструменты. Такие инструменты отвечают их консервативной стратегии, решают задачи сохранности и прогнозируемости денежного потока, позволяют избавиться от рисков изменения процентных ставок. Согласно действующему регулированию для целей расчета выплат накопительной части пенсии для лиц, выходящих на пенсию в 2013 году по достижении установленного пенсионного возраста (60 лет для мужчин и 55 лет для женщин), применяется ожидаемый срок дожития 19 лет. Таким образом, даже за счет средств пенсионных накоплений и резервов лиц, уже выходящих на пенсию, есть возможность инвестировать в 19-летние инструменты с равномерной амортизацией. При этом большая часть участников накопительной системы пенсионного обеспечения и системы негосударственного пенсионного обеспечения еще не скоро выйдут на пенсию, то есть потенциальный горизонт инвестиций еще больше.

Совокупный объем ресурсов институциональных инвесторов на локальном рынке весьма значителен и превышает 3 трлн руб.

Однако долгосрочные вложения институциональных инвесторов в реальный сектор экономики существенно затрудняет существующая нормативно-правовая база.

Действующий в настоящий момент порядок учета средств пенсионных накоплений и резервов в НПФ и под управлением УК предполагает ежеквартальную переоценку ценных бумаг по рыночным котировкам. Исходя из этого, определяются доходы, полученные от управления, СЧА, и рассчитывается вознаграждение УК, а также принимается решение о том, какая УК будет в дальнейшем управлять средствами данного НПФ. Также законодательно закреплен принцип сохранности средств пенсионных накоплений и резервов, который в судебной практике толкуется как невозможность для НПФ или ПФР в части средств под управлением УК отразить убытки от отрицательной переоценки в бухгалтерском учете и в отчете застрахованным лицам либо участникам (в случае с резервами). Данная система является эффективной для периодического определения результатов деятельности УК, однако не совместима со стратегией выстраивания портфеля, по дюрации соответствующего дюрации обязательств. При колебаниях общего уровня процентных ставок периодическая отрицательная переоценка длинных инструментов, особенно чувствительных к изменению ставок и к тому же обладающих по определению более узким рынком, неизбежна.

На практике действующая система учета, определения вознаграждения и назначения УК приводит к тому, что большинство управляющих компаний, под управлением которых находятся средства НПФ и Пенсионного фонда, инвестируют в ценные бумаги со сроком погашения в среднем около трех лет. Таким образом, несмотря на то что формально НПФ и УК обладают возможностью совершать долгосрочные вложения, на практике такие вложения осуществляют лишь ВЭБ и УК, управляющие средствами крупнейших НПФ (последние благодаря тому, что такие вложения занимают небольшую долю в их портфеле).

Изменение принципов учета вложений, хотя бы в части инфраструктурных облигаций (например, их учет по цене приобретения и создание резервов под

обесценение при изменении кредитного риска заемщика), могло бы кардинальным образом расширить возможности локального рынка капитала по вложению средств в долгосрочные долговые инструменты. Для осуществления такой законодательной новации на практике необходимо ввести понятие инфраструктурных облигаций в законодательство.

Источники кредитного качества

Как уже говорилось выше, для реализации масштабных инвестиционных проектов в инфраструктурных отраслях необходимо именно дешевое долгосрочное долговое финансирование. Чудес не бывает, и с учетом срока заимствований есть только один способ достижения требуемых параметров: применяемые финансовые инструменты должны иметь минимум инвестиционный уровень рейтинга и быть близки по остальным характеристикам (резервирование, подверженность различным регуляторным ограничениям) к ОФЗ.

За последний год доходность по 23-летней ОФЗ-46020 за исключением двух торговых дней не превышала 9% годовых (по средневзвешенной цене в стакане). Для некоторых инвестиционных проектов это вполне удовлетворяло бы определению «дешевого и долгосрочного» заемного финансирования.

Задача приближения нового типа инструментов по регуляторным характеристикам к ОФЗ может быть решена опять же через введение определения этого инструмента в законодательство, а также благодаря появлению ряда новаций в соответствующих нормах.

Обеспечение кредитного качества финансовых инструментов, достаточного для получения рейтинга инвестиционной категории, требует более фундаментальных решений.

Прежде всего, в России уже есть не до конца реализованный потенциал создания долга с инвестиционным уровнем рейтинга, так как существуют 15 компаний нефинансового сектора и 8 субъектов РФ с рейтингом инвестиционной категории и выше. Однако этот прямой потенциал сильно ограничен.

Во-первых, отнюдь не все эти компании работают в инфраструктурных отраслях и не все из 8 субъектов испытывают первоочередную потребность в строительстве инфраструктуры. Во-вторых, если злоупотреблять прямым или косвенным долгом этих заемщиков, они потеряют высокий уровень кредитного качества и инвестиционный рейтинг. В общем, потенциал заимствования на уже существующих качественных заемщиков ограничен и не может обеспечить всей потребности в финансировании масштабных инфраструктурных проектов.

Другие способы получения соответствующего кредитного качества:

- усиление существующего, более низкого кредитного качества заемщика (уровня BB) инструментами залога и субординации (улучшается LTV по старшему траншу). Применение этого метода требует использования SPV для изоляции конкретного кредитного риска на отдельном балансе для его последующего усиления;
- создание «синтетического» риска инвестиционной категории, складывающегося из риска платежеспособности населения, по аналогии с секьюритизацией ипотеки и различных потребительских кредитов. Применение этого метода в инфраструктурных отраслях, помимо механизмов и субординации, а также работающего механизма SPV требует еще более усовершенствованного механизма залога для использования контрактных обязательств населения по договорам поставки жилищно-коммунальных услуг, света и тепла в качестве отчуждаемого залога.

На текущий момент концепция SPV действительно работает в российском праве только в рамках Закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», механизм субординации — для банковских заемщиков и в рамках того же закона, механизмы залога по облигациям вообще сильно ограничены действующим российским правом.

ИЗМЕНЕНИЕ ПРИНЦИПОВ УЧЕТА ВЛОЖЕНИЙ, ХОТЯ БЫ В ЧАСТИ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, МОГЛО БЫ КАРДИНАЛЬНЫМ ОБРАЗОМ РАСШИРИТЬ ВОЗМОЖНОСТИ ЛОКАЛЬНОГО РЫНКА КАПИТАЛА ПО ВЛОЖЕНИЮ СРЕДСТВ В ДОЛГОСРОЧНЫЕ ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Нужны новации

Для реализации масштабных инвестиционных проектов в инфраструктуре необходимы долгосрочные дешевые рублевые долговые инструменты, со сроком до погашения больше, чем доступные на рынке.

Российский локальный рынок капитала обладает скрытым потенциалом удовлетворения спроса заемщиков на такие инструменты и достаточной емкостью. Потенциал рынка может быть раскрыт в случае внедрения ряда законодательных новаций:

- изменения порядка учета долгосрочных инструментов институциональными инвесторами;
- внедрения в российское право концепций SPV, субординации долга для нефинансовых корпоративных заемщиков и SPV, залога прав требования, в том числе если предмет залога определяется по родовому признаку, максимального расширения списка возможных залогов по долговым ценным бумагам;
- создания для долговых инструментов с кредитным качеством инвестиционного уровня, выпускаемых для реализации масштабных инфраструктурных проектов, регуляторного режима, сопоставимого с действующим для государственных облигаций.

Темпы развития законодательства о ценных бумагах в России и практика заимствования и успешного адаптирования проверенных механизмов из законодательства стран с развитыми рынками капитала позволяют надеяться на воплощение ряда перечисленных выше мер в жизнь.