Михаил АНТОНИКОВ,
исполнительный директор
управления рынков заемного
капитала департамента инструментов
долгового рынка, Газпромбанк

«Перспективы рынка проектных облигаций выглядят радужно»

Проектные, инфраструктурные, концессионные облигации — разные названия примерно одного продукта. Законодательно в России ни один из этих терминов не определен. Подавляющее число размещенных к настоящему времени облигаций представляют собой старший необеспеченный заем (так называемый plain vanilla), основу кредитного качества которого составляет финансовое положение самого эмитента.

Проектные облигации несут риски проектов, как правило, в области строительства или реконструкции объектов инфраструктуры. Часто такие облигации выпускаются в рамках реализации проектов ГЧП частными партнерами, а в проектах по концессионной схеме — концессионерами.

Объекты инвестирования средств, полученных эмитентами от выпуска облигаций, включают автомобильные и железные дороги, морские порты и аэропорты, энергетику, объекты социальной инфраструктуры (детские сады, школы, больницы) и ЖКХ.

Основное отличие данного типа облигаций — сложная структура выпуска, целью которой является обеспечение максимальной защиты прав инвесторов и, как результат, привлечение сравнительно недорогого финансирования на большой срок.

До недавнего времени структурировать выпуск проектных облигаций в российском праве было практически невозможно. В результате по-настоящему инфраструктурных облигаций было размещено всего несколько выпусков (облигации таких эмитентов, как «Главная дорога», «Северо-Западная концессионная компания», «Магистраль двух столиц», «Управление отходами»).

Инфраструктурные проекты традиционно финансировались государством через федеральный или региональные бюджеты, бюджеты корпораций развития, а также банками, предоставляющими кредиты.

ПРЕДПОСЫЛКИ

В условиях текущего экономического кризиса при росте потребностей[1] возможности финансирования долгосрочных инфраструктурных проектов ограничены, с одной стороны, из-за сокращения доходов бюджетов, а с другой — из-за очень ограниченного объема долгосрочной (15-летней и более) дешевой ликвидности в банках.

Мировой опыт подсказывает, что для финансирования длинных проектов необходимо привлекать институциональных инвесторов.

Их доля на российском рынке весьма значительна. Объем пенсионных сбережений населения России по состоянию на конец первого полугодия 2015 г. составил 4.6 трлн руб. (6.2% ВВП). Пенсионные фонды и страховые компании являются источником наиболее длинных денег в экономике и демонстрируют растущую активность на рынке облигаций. Но при этом их инвестиционные декларации, основанные на требованиях закона, очень консервативны и предполагают вложения только в высококачественные бумаги.

В течение последних двух лет Правительство РФ приняло ряд мер, стимулирующих увеличение частных инвестиций в российскую инфраструктуру.

Помимо решения о сохранении накопительной части пенсии, которая станет важнейшим источником финансирования инфраструктурных проектов (а это более 300 млрд руб. в год), были внесены значительные изменения в законодательство в сфере регулирования рынка ценных бумаг, акционерных обществ и концессий. Также был принят федеральный закон о ГЧП, который придал этому механизму больше правовой определенности, чем у него было на основании региональных законов.

Результатом стала возможность создания структуры выпуска, обеспечивающей высокое кредитное качество облигаций и эффективную защиту прав инвесторов.

Приведу пример. Сегодня мы можем структурировать выпуск концессионных облигаций со следующими существенным и условиями:

- Правоспособность эмитента ограничена деятельностью, непосредственно связанной с реализацией проекта.
- Строительные риски закрыты ЕСР-контрактом и покрыты банковской гарантией.
- Все имущество и акции эмитента заложены в обеспечение по облигациям, активы застрахованы в пользу инвесторов.
- Акционерные транши полностью субординированы.
- Государство или субъект Федерации по концессионному соглашению гарантирует концессионеру минимальный уровень ежегодного дохода в объеме, превышающем расходы по обслуживанию долга. Права по концессионному соглашению также заложены в пользу инвесторов.
- В случае расторжения концессионного соглашения по любой причине концедент гарантирует инвесторам возврат основного долга и процентов.
- В пользу инвесторов открыты залоговые счета, позволяющие обслуживать долг в случае возникновения временных трудностей.
- Прописаны множественные ковенанты, выполнение которых отслеживает представитель владельцев облигации.
- Все существенные изменения в концессионное соглашение раскрываются эмитентом как существенный факт. В случае ухудшения условий финансирования их принятие дает инвесторам право требовать досрочного погашения.

В дополнение ко всему, выпуску облигаций присвоен рейтинг на суверенном или близком к суверенному уровне. Срок обращения облигаций — 10–15 лет. Дюрация составляет семь-девять лет. Доходность находится на уровне ОФЗ + 200–400 б.п.

Это всего лишь пример. Все параметры выдуманы, но недалеки от реальных проектов, над которыми мы в разное время работали.

ПРЕИМУЩЕСТВА И ОГРАНИЧЕНИЯ

Сегодня правильно структурированные проектные облигации обеспечивают для инвестора тот же уровень комфорта, что и кредитный договор.

При этом они обладают рядом преимуществ:

- Доступность широкому кругу инвесторов, прежде всего институциональных, которые, не являясь банками, не могут выдавать кредиты.
- Единый формат документации, регистрация эмиссии и листинг облигаций снижают юридические риски и сопутствующие расходы, связанные с инвестициями (согласование кредитных договоров, проверка полномочий, сопровождение и т.п.).

ПРАВИЛЬНО СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОЕКТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ОБЕСПЕЧИВАЮТ ДЛЯ ИНВЕСТОРА ТОТ ЖЕ УРОВЕНЬ КОМФОРТА, ЧТО И КРЕДИТНЫЙ ДОГОВОР

[1] По оценкам аналитиков, в ближайшие 5 лет объем инвестиций в транспортную и энергетическую инфраструктуру может составить порядка 11 трлн руб., половина из которых придется на развитие дорог.

ПРОЕКТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ НЕ ТОЛЬКО ДЛЯ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ, НО И ДЛЯ БАНКОВ

• Возможность получения рейтингов как подтверждение независимой экспертизы кредитного качества облигаций.

• Публичный характер долгового рынка обязывает эмитента раскрывать существенную информацию и также служит защите интересов инвесторов.

• Возможность долевого участия в финансировании, начиная с небольших объемов, равных номиналу одной облигации.

• Ликвидность проектных облигаций при всей своей ограниченности все же значительно выше, чем в случае участия в кредите.

• Возможность получения дополнительного дохода при продаже облигаций. Сокращение срока обращения, улучшение ситуации на рынке процентных ставок, успешная реализация проекта с показателями выше ожиданий — все это может создать условия для продажи облигаций по цене выше номинала.

• Возможность использовать облигации в качестве предмета залога (права требования по кредиту, особенно в случае долевого участия в кредите, являются менее интересным предметом залога).

Существенных недостатков два:

• Сложность в обеспечении возможности постепенной выборки денежных средств эмитентом. Часто этот недостаток играет на руку инвесторам: на строительной фазе проект финансируется кредитом, а на эксплуатационной рефинансируется облигациями, не несущими для инвесторов строительных рисков.

• Необходимость держателям бумаг договариваться друг с другом при наступлении неблагоприятных событий, например дефолта, необходимости реструктуризации, обращения взыскания на залоги. Данный недостаток нивелируется прописанными процедурами принятия решений, наличием представителя владельцев облигаций, а также основой маркетинговой стратегии — высокими кредитными рейтингами от надежных агентств, подтверждающими малую вероятность наступления подобных событий.

Таким образом, на сегодняшний день проектные облигации как инструмент финансирования привлекательны не только для пенсионных фондов и страховых компаний, но и для банков.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Почему же до сих пор в России так и не сформировался полноценный рынок проектных облигаций?

Мне видится несколько основных сдерживающих факторов.

1) Неразвитость законодательства, не позволявшего до недавнего времени выпускать проектные облигации, качественно защищающие интересы инвесторов.

2) Незнание многими заемщиками и даже организаторами финансирования текущих возможностей долгового рынка.

3) Слабая экспертиза в оценке сложных инструментов и проектных рисков большинством инвесторов.

4) Внимание многих институционалов и банков к понятным и ликвидным кратко- и среднесрочным корпоративным и суверенным выпускам plain vanilla и реализация не столько инвестиционной, сколько спекулятивной стратегии. При этом необходимо оговориться, что ряд крупных НПФ и УК обладают очень высокой экспертизой в области проектного финансирования и эффективно участвуют в финансировании проектов — но это скорее исключение.

В целом перспективы рынка проектных облигаций выглядят радужно. Весь вопрос в сроках. Все важные предпосылки для его развития уже есть: есть хорошие проекты, удобное законодательство, инвесторы. Экспертиза пока ограничена, а следовательно, и интерес к этому все еще новому инструменту невысок.

Ускорить развитие данного сегмента рынка позволят экономические стимулы, некоторые из которых уже озвучены правительством и регулятором:

• приоритет для Банка России в дальнейшем развитии рынка облигаций;

• расширение инвестиционных портфелей пенсионных фондов и страховых компаний;

• увеличение числа аккредитованных рейтинговых агентств с одновременным повышением контроля за качеством их услуг;

• внедрение пакета регулятивных норм Базеля III, способствующих повышению спроса на облигации со стороны банковского сектора;

• осуществление Банком России ряда других мер по стимулированию заемщиков к переходу на облигационный рынок, запланированных на 2016–2018 гг.;

• ожидаемое освобождение от налогообложения купонного дохода по облигациям для резидентов РФ;

• амнистия капиталов, которые выведены в офшорные зоны, взамен на обязательства их владельцев инвестировать в инфраструктурные ценные бумаги, в том числе путем создания зарубежных фондов, выход инвесторов из которых будет осуществляться на счета в РФ.