Юрий ТУКТАРОВ,
партнер, Legal Capital Partners

Имеет более чем 15-летний опыт юридической работы в области финансовых сделок. Является признанным экспертом в области разработки инновационных правовых механизмов финансирования на российском рынке капитала, новых финансовых инструментов и структурирования финансовых сделок.

Является одним из основных разработчиков законопроекта «О развитии проектного финансирования», подготовленного по запросу и в сотрудничестве с Министерством экономического развития Российской Федерации в 2010–2011 годах. Принимал активное участие в реформировании залогового законодательства в рамках совместного проекта Минэкономразвития и Европейского банка реконструкции и развития.

Опыт Юрия включает руководство правовым комитетом Рабочей группы по жилищному финансированию и секьюритизации в России при Международной финансовой корпорации (IFC).

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер, Legal Capital Partners

Консультирует крупнейшие инвестиционные банки, корпорации и инвестиционные фонды. Руководил проектом по первому в России размещению структурных облигаций с плавающей доходностью (NES / S&P RUS Inflation Index) Международной финансовой корпорации (группа Всемирного Банка).

Участвовал в более чем 30 выпусках облигаций, в том числе локальные структурированные облигации Европейского Банка Реконструкции и Развития и ВТБ Капитал Финанс, дебютные выпуски облигаций ИНГ Банка и Фольксваген Банка, ряд субординированных выпусков банков средней капитализации. Участвовал в проектах по секьюритизации ипотечных кредитов (банки УРАЛСИБ, Промсвязьбанк).

Участвовал более чем в 10 проектах по реструктуризации публичных долгов, включая ноты участия в займе и кредитные ноты (Разгуляй, 7 Континент, Нутритек, РБК-ТВ, Амурметалл и др.).

В течение последних нескольких лет обеспечил поддержку при создании ряда совместных компаний, включая ОАО «ОНК», ООО «Финальянс» (транспортные перевозки), ряда компаний с участием инвестиционных подразделений Сбербанка и венчурных фондов.

Секьюритизация аэропортовой выручки: тарифное регулирование

В условиях современного развития транспортной системы и потребностей экономики аэропорты приобретают все большее значение как объект для вложения частных инвестиций. При оценке инвестиционной привлекательности аэропорта, в том числе кредитной оценки облигаций аэропортов, немаловажную роль играет состав и порядок формирования выручки от его эксплуатации. Поскольку некоторые услуги аэропортов относятся к сфере естественной монополии, цены на такие услуги подлежат государственному регулированию и контролю. Порядок формирования тарифной выручки, степень непосредственного государственного участия в ценообразовании, методология расчета тарифов аэропортов являются критериями (факторами) кредитной оценки аэропортов международными рейтинговыми агентствами.

МЕТОДОЛОГИЯ УСТАНОВЛЕНИЯ СБОРОВ/ТАРИФОВ

Услуги аэропортов в сфере естественной монополии оказываются по тарифам (сборам), установленным государством в соответствии с методическими указаниями по вопросам государственного регулирования сборов и тарифов на услуги субъектов естественной монополии в аэропортах[1] (далее — Методические указания»).

Методические указания устанавливают основные принципы регулирования тарифов аэропортам:

1) регулирование тарифа на основе ведения раздельного учета расходов и доходов по видам деятельности аэропортов[2];

2) установление тарифа на основании необходимой валовой выручки (далее — НВВ), в состав которой включаются:

- экономически обоснованные затраты;
- нормативная прибыль;

3) капитальные затраты учитываются в тарифе только в случае, если аэропорт реализует инвестиционную программу, при этом тариф устанавливается на период до 5 лет;

4) НВВ может быть скорректирована в случае отклонения прогнозных показателей, используемых при расчете тарифа, от фактических показателей.

Рассмотрим эти принципы подробнее с точки зрения оценки кредитного качества тарифной выручки.

РАЗДЕЛЬНЫЙ УЧЕТ РАСХОДОВ И ДОХОДОВ АЭРОПОРТОВ

Государственное регулирование тарифов на услуги аэропортов осуществляется на основе раздельного учета доходов и расходов[3]. При формировании тарифов учитываются только расходы, отнесенные к регулируемым видам деятельности в отчетности аэропорта. В иностранной практике подобная система учета, при которой в тариф закладывается НВВ только от регулируемых видов деятельности и не учитываются результаты коммерческой деятельности, получила название dual-till regulation.

По мнению рейтинговых агентств, данная система в некоторых случаях может уступать системе single-till regulation, которая предусматривает расчет НВВ аэропортов на основании всех видов доходов: от регулируемой и нерегулируемой деятельности. При оценке Brussels Airport Company S.A./N.V[4] агентство Fitch Ratings отмечало, что раздельная система учета приводит к установлению нормативной прибыли аэропорта ниже рыночного уровня (что побуждает косвенно субсидировать тарифную выручку доходами от нерегулируемых видов доходов). Агентство Standard & Poors также положительно оценило правило single-till regulation при анализе кредитного рейтинга Gatwick Funding Ltd.[5], указав, что единый учет ограничивает прямое влияние объемов пассажиропотока на выручку аэропорта. При этом S&P отмечает, что переход на dual-till regulation увеличит непредсказуемость денежных потоков, что может в дальнейшем привести к переоценке рисков GAL, связанных с его деятельностью (business risk profile).

КОМПЕНСАЦИЯ ОПЕРАЦИОННЫХ ЗАТРАТ В ТАРИФЕ

Как отмечает Moody's[6], для положительной оценки системы регулирования тарифов имеет значение не возможность постоянного увеличения тарифа, а учет в тарифе возврата всех операционных затрат аэропорта и нормы прибыли на вложенный капитал. В российской системе регулирования в расчет тарифов аэропортов включаются следующие экономически обоснованные затраты: 1) расходы, связанные с обычными видами деятельности; 2) отчисления на амортизацию; 3) расходы, связанные с оплатой услуг, оказываемых кредитными организациями; 4) расходы, связанные с участи-

[1] Приказ ФСТ России от 31 октября 2014 г. № 238-т/2.

[2] П. 4 Методических указаний.

[3] В соответствии с п. 10 Постановления № 293. Порядок ведения раздельного учета расходов и доходов установлен Приказом Минтранса РФ от 5 декабря 2011 г. № 303 «Об утверждении Порядка ведения раздельного учета доходов и расходов по видам деятельности, связанной с оказанием услуг субъектов естественных монополий в аэропортах».

[4] При оценке Brussels Airport Company S.A./N.V

[5] Standard & Poors, Presale: Gatwick Funding Ltd.

[6] Moody's, Rating Methodology, Operational Airports outside of the United States.

ем в совместной деятельности; 5) налоги и иные обязательные платежи и сборы.

Орган регулирования контролирует обоснованность отнесения тех или иных затрат на регулируемые виды деятельности и имеет возможность корректировать расходную базу аэропорта. Выявленные по данным отчетности средства, использованные аэропортом не в соответствии с прогнозом финансово-экономической деятельности аэропорта, принятым органом регулирования при установлении или изменении тарифов на соответствующие периоды, могут учитываться органом регулирования при установлении (изменении) тарифов на последующий период регулирования в качестве источника покрытия расходов в этот период[1].

Несмотря на то что Методическими указаниями установлены критерии оценки обоснованности затрат, мы считаем, что возможность исключения некоторых затрат из состава тарифа связана с субъективным усмотрением органа регулирования, что может негативно отразиться на кредитной оценке аэропорта и системе регулирования тарифов в целом[2].

ВОЗМЕЩЕНИЕ КАПИТАЛЬНЫХ ЗАТРАТ

Еще одним фактором, влияющим на кредитную оценку аэропортов, является возможность возврата капитальных затрат через тариф.

В отечественном законодательстве возврат инвестированного капитала (КИ) через тариф предусматривается только для аэропортов, реализующих инвестиционные программы. Размер инвестированного капитала, помимо базового капитала, налога на прибыль и нормы рентабельности, учитывается в нормативной прибыли аэропортов — одной из составляющих тарифа.

Величина КИ на каждый год определяется на основании инвестиционной программы аэропорта и является результатом суммирования остаточной стоимости основных средств, объектов незавершенного строительства и нематериальных активов, созданных в рамках реализации инвестиционной программы за счет собственных и заемных средств[3]. Инвестиционная программа утверждается аэропортом на основании предварительной оценки обоснованности такой программы федеральным органом исполнительной власти в области транспорта. Порядок оценки и согласования инвестиционной программы, а также основания и порядок ее изменения пока не утверждены.

Норма рентабельности на капитал, определяемая для капитализированных инвестиций, рассчитывается как средневзвешенная стоимость капитала аэропорта, но не должна превышать среднее геометрическое значение эффективной ставки доходности по государственным облигациям, выраженным в рублях, рассчитываемой по данным котировок на ММВБ за последние 3 месяца, предшествующие моменту расчета сборов и тарифов.

Необходимо отметить, что величина КИ и НВВ может быть скорректирована органом регулирования, если фактический объем ввода основных средств в эксплуатацию отличается от прогнозного более чем на 10%. Если отклонение в финансовом году составляет более 20% (снижение показателей), НВВ на этот финансовый год пересчитывается без учета нормативной прибыли. В случае превышения в финансовом году фактических результатов реализации инвестиционной программы над прогнозными более чем на 20%, корректировка НВВ на данный финансовой год осуществляется исходя из размера отклонения, принятого на уровне 20%.

ВОЗМОЖНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ ТАРИФОВ (FLEXABILITY)

При определении кредитного рейтинга аэропортов международные рейтинговые агентства уделяют внимание оценке «гибкости» тарифа, возможности его изменения при наступлении непредвиденных обстоятельств или изменения прогнозных показа-

[1] П. 18.5 Методических указаний.

[2] См., например: Moody's, Rating Methodology, Operational Airports outside of the United States.

[3] По данным отчета (плана, прогноза) на конец финансового года, предшествующего году, на который осуществляется расчет.

телей (flexability)[1]. С точки зрения кредитной документации аэропортов наилучшими условиями установления тарифов является полная свобода в определении размера тарифов и, следовательно, возможность беспрепятственного увеличения выручки и покрытия всех текущих и будущих операционных и капитальных затрат для удовлетворения всех долговых обязательств[2].

В отчете Fitch отмечается, что тарифы Gatwick Funding Ltd. устанавливаются перед началом каждого регулируемого периода на основании расчетных прогнозных данных. Таким образом, если фактические объемы пассажиропотока оказываются значительно ниже прогнозных значений (на основании которых был установлен тариф), аэропорт не имеет возможности увеличивать тариф с учетом этих обстоятельств на протяжении всего долгосрочного периода[3].

Российская система регулирования характеризуется некоторой степенью «гибкости» тарифа, но с определенными ограничениями. Корректировка долгосрочных тарифов осуществляется при отклонении от прогнозных значений следующих показателей (помимо результатов исполнения инвестиционной программы — см. выше):

1) инфляционные показатели (более чем на 2%),

2) объемы работ (более чем на 5%),

3) неподконтрольные аэропорту расходы[4].

В целом, можно сказать, что возможность корректировки размера тарифа может быть положительно оценена с точки зрения кредитного качества тарифной выручки, однако законодательством установлены ограничения для такой корректировки: корректировка размера тарифа может производиться только в пределах 5% от установленного уровня[5].

ПЕРИОД РЕГУЛИРОВАНИЯ

Аэропортам, которые реализуют инвестиционную программу, тарифы и сборы устанавливаются только на долгосрочный период продолжительностью до 5 лет.

Долгосрочное регулирование не всегда оценивается как преимущество системы тарифного регулирования. Например, Fitch при оценке Gatwick Funding Ltd. было

[1] См. Fitch Ratings, Rating Criteria for Airports; Moody's, Rating Methodology, Operational Airports outside of the United States.

[2] Moody's, Rating Methodology, Operational Airports outside of the United States.

[3] Fitch Ratings, Airports UK Presale Report, Gatwick Funding Limited.

[4] П. 11 Методических указаний.

[5] П. 11.4 Методических указаний.

Таблица 1. Оценка системы регулирования тарифов

Aaa	Aa	A	Baa
Нормативные или договорные ограничения на повышение ставок сборов и тарифов отсутствуют, долговые контракты содержат ковенанты об установлении тарифов и ставок, обеспечивающих исполнение долговых обязательств (Rate Charging Covenants). Такая возможность существует, например, в Канаде	Нормативные или договорные ограничения на превышение ставок сборов и тарифов отсутствуют, хотя размеры ставок не включаются в условия долгового финансирования	Устоявшаяся и прозрачная система экономического регулирования, позволяющая обеспечить справедливый возврат инвестированного капитала	Система экономического регулирования или система государственного установления тарифов, которая позволяет обеспечить справедливый возврат инвестированного капитала, но которая не имеет практического опыта применения либо содержит какие-либо неясности в ее применении
Ba	**B**	**Caa**	
Система установления тарифов государством или система экономического регулирования, которая в целом не дает возможности повышения тарифа, даже когда такое повышение является обоснованным, или ставит организацию в положение, когда ей необходимо увеличивать обороты или иным образом повышать доходы для поддержания финансового баланса	Тарифы устанавливаются государством или иным третьим лицом в произвольном порядке и не всегда с учетом инвестиционного интереса	Известна практика (или такая практика потенциально может появиться) вторжения государства или другого третьего лица в ценовую политику организации в целях сокращения размера тарифов, что причинило (могло причинить) ущерб финансовому положению организации	

отмечено, что долгосрочное регулирование может приводить к: 1) невозможности изменять размер тарифа в зависимости от пассажиропотока (отсутствие flexability) и 2) риску переоценки органом регулирования обоснованности операционных затрат и исключения некоторых из них из расчетной базы тарифа. S&P тем не менее назвало среди преимуществ долгосрочного регулирования Gatwick Funding Ltd. возможность периодической корректировки тарифа, что нельзя не учитывать при оценке преимуществ российской системы регулирования.

ШКАЛА ОЦЕНКИ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ТАРИФОВ

Для наглядного представления преимуществ и недостатков системы регулирования тарифов в области деятельности аэропортов в таблице 1 приведем шкалу оценки, которую использует Moody's для оценки эмитентов по фактору «Государственное регулирование тарифов».

В заключение приведем некоторые примеры оценки кредитного рейтинга аэропортов с точки зрения тарифного регулирования.

В 2013 году агентство Fitch Ratings[1] присвоило компании DME Ltd. (управляющей компании аэропорта Домодедово) рейтинг BB+ и планируемым облигациям рейтинг BB+ (EXP), отметив, что:

1. DME Ltd. ведет бизнес на благоприятных условиях dual-till и имеет диверсифицированную структуру доходов. Доходы от регулируемых аэропортовых услуг (наибольшая часть авиационных услуг и ряд вспомогательных авиационных услуг) составили 28% всех доходов в 2012 году. Отсюда следует, что в российской системе регулирования раздельный учет может быть признан положительным фактором при определении кредитного рейтинга аэропорта;

2. Тарифное регулирование обеспечивает возмещение операционных и капитальных расходов;

3. Методология и процесс установления тарифов не полностью прозрачны.

Относительно недавно (октябрь 2014 года) рейтинговое агентство Standard & Poor's[2] присвоило ЗАО «Международный аэропорт Домодедово» долгосрочный рейтинг на уровне BB+ и краткосрочный на уровне B, объяснив такую оценку тем, что вся группа DME как минимум ближайшие два года будет реализовывать инвестиционную программу с использованием заемного капитала.

ВЫВОДЫ

Российская система тарифного регулирования в сфере деятельности аэропортов в целом обеспечивает возмещение как операционных, так и капитальных затрат (КИ) аэропорта по регулируемым видам деятельности. Причем КИ возмещаются в тарифе только аэропортам, реализующим инвестиционную программу. Орган регулирования вправе корректировать размер КИ и НВВ исходя из результатов реализации инвестиционной программы и даже исключать нормативную прибыль из состава НВВ при самом негативном сценарии.

Несмотря на долгосрочный характер регулирования (до 5 лет), тариф характеризуется некоторой степенью гибкости, поскольку предусмотрена возможность корректировки размера тарифа в случае отклонения фактических показателей от прогнозных.

Безусловным недостатком существующей системы регулирования является отсутствие утвержденной процедуры согласования инвестиционной программы аэропортов, что делает порядок учета капитальных затрат в инвестиционной программе и, соответственно, в тарифе непрозрачным.

---

[1] http://www.fitchratings.ru/rws/press-release.html?report_id=807475.

[2] http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/eu?articleType=HTML&assetID=1245375542394.