Александр Чернышев,
старший юрист корпоративной практики,
юридическая фирма «Вегас-Лекс»

Нужны ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ облигации

В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ В НАШЕЙ СТРАНЕ СЛОЖИЛАСЬ СИТУАЦИЯ, ПРИ КОТОРОЙ ВОПРОС О НЕОБХОДИМОСТИ НЕКИХ СПЕЦИАЛЬНЫХ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ СТАНОВИТСЯ ВЕСЬМА ЖИВОТРЕПЕЩУЩИМ.
С ОДНОЙ СТОРОНЫ, ВСЕ АНАЛИТИКИ В ОДИН ГОЛОС УТВЕРЖДАЮТ, ЧТО БОЛЬШИНСТВО ПРОБЛЕМ ЭКОНОМИКИ СВЯЗАНО С НЕДОСТАТКОМ ИЛИ НЕКАЧЕСТВЕННОСТЬЮ ИНФРАСТРУКТУРЫ; С ДРУГОЙ СТОРОНЫ, ИЗ-ЗА ОБЩЕГО ПАДЕНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА АРСЕНАЛ ИНСТРУМЕНТОВ, КОТОРЫЕ ИНВЕСТОРЫ МОГУТ ИСПОЛЬЗОВАТЬ ДЛЯ ВЛОЖЕНИЯ АККУМУЛИРУЕМЫХ ИМИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, СТАНОВИТСЯ ВСЕ УЖЕ.

В структуре российского финансового рынка отсутствует такой известный развитым финансовым рынкам инструмент, как инфраструктурная облигация. Это ограничивает возможности привлечения капитала при создании и развитии объектов транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и иной инфраструктуры. Между тем, потребность в инвестициях оценивается как колоссальная, и она не может быть удовлетворена в полном объеме исключительно за счет государства. В таких обстоятельствах одним из важных и ожидаемых направлений совершенствования рынка представляется расширение перечня финансовых инструментов путем введения в оборот инфраструктурных облигаций.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

Инфраструктурные облигации получили широкое применение во многих странах: США, Австралии, Чили, Индии и других. В ряде этих стран инфраструктурные проекты финансируются пенсионными фондами посредством выпуска инфраструктурных облигаций.

США

В США широко распространена практика выпуска муниципальных инфраструктурных облигаций. Муниципальные облигации бывают двух видов: облигации общего покрытия и облигации, обеспеченные доходами от проектов. Источником выплаты долга по последним служат платежи потребителей услуг, например за пользование водой, электричеством или автодорогами. Кроме того, в США выпускаются облигации развития промышленности и другие. Эмитентом облигаций чаще всего являются органы государственной власти разных уровней.

Муниципальные займы относятся к числу наиболее надежных финансовых инструментов: держателями свыше 35% объема этих инструментов являются взаимные фонды, около 15% находится в портфелях страховых компаний, порядка 10% — в портфелях банков.

В США в инфраструктурные облигации инвестируются средства пенсионных фондов. Так, в 1993 г. государственный пенсионный фонд штата Коннектикут инвестировал $50 млн под 15% годовых в проект по созданию новых рабочих мест в штате.

Австралия

В Австралии основным эмитентом инфраструктурных облигаций выступает правительство.

Выпуск инфраструктурных облигаций регулируется двумя агентствами: Австралийской налоговой службой и органом по дотациям на развитие (последний отвечает за соответствие облигаций требованиям закона). Закон о дотациях на развитие гласит, что инфраструктурные заимствования осуществляются в форме:

- прямых заимствований;
- непрямых заимствований (предоставление кредита);
- рефинансирования.

Законодательным ограничением оборота инфраструктурных облигаций выступает четко обозначенный список объектов, которые считаются инфраструктурными. К ним относятся наземный и воздушный транспорт, объекты электрогенерации, электроснабжения, газоснабжения, водоснабжения, канализационные и водоочистные сооружения. За использование этих объектов с населения взимается плата.

В целом австралийские инфраструктурные облигации предоставляют своим держателям возможность:

- в перспективе получить прибыль от реализации инфраструктурных проектов;
- получить налоговые преференции (максимум на 15 лет);
- ежегодно пересматривать вопрос о своем участии в финансировании проекта.

Чили

В Чили активы пенсионных фондов через облигации вкладываются в конкретные проекты — строительство объектов ЖКХ, аэропортов, дорог и так далее. Первая в Латинской Америке инфраструктурная облигация была выпущена здесь в ноябре 1998 г. Источником средств для эмиссии послужили деньги пенсионных фондов, а также средства, аккумулированные в руках страховщиков. Инициатором запуска первых инфраструктурных облигаций выступила страховая компания Santander. Эмитентом инфраструктурных облигаций в Чили выступает концессионер. Надо отметить, что концессионные проекты в Чили с использованием механизма инфраструктурных облигаций получили высокие кредитные рейтинги.

Индия

Эмитентами инфраструктурных облигаций в Индии выступают в основном банки (например, ICICI и FDBI). В этой стране распространены инфраструктурные облигации двух видов: «налогосберегающие облигации» и облигации регулярного дохода.

«Налогосберегающие» облигации позволяют получить вычет из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль в размере 20% от вложенной суммы. При этом законодатель установил предельную сумму инвестиций в инфраструктурные облигации, а также предельный размер налогового вычета.

К облигациям регулярного дохода относятся пенсионные облигации, образовательные облигации, доходоприумножающие облигации и другие.

Под инфраструктурные облигации (а также под их залог) банки предоставляют инвесторам кредиты. Размер кредита под залог инфраструктурных облигаций зависит от экономических показателей конкретного инфраструктурного проекта. Размер процентов по инфраструктурным облигациям не зависит от уровня инфляции, а потому в долгосрочной перспективе эти ценные бумаги могут оказаться не очень прибыльными. Таким образом, держатель индийских инфраструктурных облигаций не застрахован от неполучения вложенных в эти облигации средств.

В целом, в международной практике выпуска и обращения инфраструктурных облигаций выделяются следующие особенности по сравнению с традиционными корпоративными облигациями:

- целевое использование средств, полученных от размещения, для реализации долгосрочных инвестиционных инфраструктурных проектов (автомобильные и железные дороги, порты, аэропорты, линии электропередач, трубо- и нефтегазопроводы);
- осуществление выпуска инфраструктурных облигаций, преимущественно в рамках реализации концессионных соглашений между государством или местными органами власти и компанией-концессионером, которая выступает эмитентом облигаций;
- основными инвесторами, осуществляющими вложения в инфраструктурные облигации, являются институциональные (пенсионные фонды, страховые компании) и другие консервативные инвесторы;
- долгий период обращения инфраструктурных облигаций, привязанный к сроку строительства (реконструкции) инфраструктурного объекта и к периоду его эксплуатации (в среднем 15–25 лет);
- обеспечение облигационного выпуска государственными гарантиями, страхованием рисков, банковскими гарантиями и поручительствами, а также иными обеспечительными гарантиями.

НАШ ПУТЬ

Основными потребителями будущих инфраструктурных облигаций являются, безусловно, консервативные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании). Связано это прежде всего с тем, что требования к составу и структуре их активов являются достаточно жесткими[1)] и поэтому в условиях финансового кризиса их возможности по инвестированию накопленных средств постоянно уменьшаются.

Очевидно, что поскольку все требования и ограничения, относящиеся к структуре активов консервативных инвесторов, завязаны на правила листинга, наиболее быстрым и оптимальным путем снятия таких ограничений был путь изменения этих самых правил.

Своим Приказом от 23.12.2008 № 08-59/пз-н ФСФР России дополнила перечень исключительных случаев, когда ценные бумаги могут включаться в котировальные списки без соблюдения некоторых из соответствующих требований — в частности, при отсутствии ежемесячного объема сделок, недостаточном сроке существования эмитента, отсутствии у него убытков, а также при отсутствии отчетности по международным стандартам. Результатом введения данных послаблений для прохождения процедуры листинга стало то, что некие облигации, которые выпускаются, возможно, и для привлечения средств в инфраструктурные проекты (по крайней мере, когда речь идет о концессии, это именно так), смогут рассчитывать на то, что в данные облигации будут инвестироваться средства пенсионных фондов и страховых компаний. В связи с этим с какой-то степенью условности можно говорить о том, что в результате данных изменений, инициированных регулятором, в России появилась возможность для выпуска квазиинфраструктурных облигаций.

Почему «квази»? Потому что в большой степени все эти послабления распространяются на довольно ограниченный круг эмитентов. Принятые ФСФР изменения — лишь начало пути по внедрению инфраструктурных облигаций как особого инструмента финансового рынка России. В данный же момент инфраструктурные облигации — лишь название, а не инструмент с реальным содержанием.

Описанные выше послабления, в общем-то, абсолютно логичны: очевидно, что облигации, выпускаемые компанией-концессионером (как правило, специально созданной проектной компанией), не будут отвечать даже минимальным требованиям для попадания в котировальные списки, не говоря уже о соответствии требованиям высших котировальных списков. Однако, хотя такие эмитенты не отвечают требованиям, предъявляемым к надежным эмитентам, следует отметить, что заключение концессионного соглашения с государством — процесс длительный и затратный. Кроме того, в силу требований, предъявляемых к концессионеру, следует признать, что сам факт заключения концессионного соглашения является основанием для того, чтобы считать компанию-концессионера серьезным заемщиком.

В случае же с гарантированием исполнения обязательств по облигациям государственной гарантией или Внешэкономбанком дополнительные доводы в пользу того, что данные облигации могут включаться в котировальные списки с определенными поблажками, представляются излишними.

Причины, по которым мы говорим об ограниченности принятых мер, состоят в следующем:

1. Закон о концессионных соглашениях, введенный в действие в 2005 году, до середины прошлого года фактически не применялся в силу ряда недостатков, делавших концессии крайне непривлекательными для частных инвесторов. Летом прошлого года в закон были внесены существенные поправки, которые позволят говорить о концессиях как о действующем инструменте. Тем не менее, практика применения данного закона говорит о том, что заключенных концессионных соглашений в нашей стране в ближайшее время вряд ли будет больше 5–10 (если речь идет и о федеральных концессиях, и о концессиях, заключаемых с субъектами РФ). Таким образом, даже если все концессионеры сочтут необходимым осуществить выпуск квазиинфраструктурных облигаций, вряд ли это позволит говорить о том, что в России существует рынок инфраструктурных облигаций и какая-либо конкуренция среди заемщиков.

2. Если же говорить о гарантированных государством облигациях, то несмотря на то что законодательство РФ предусматривает возможность предоставления долгосрочных государственных гарантий по обязательствам третьих лиц, в том числе возникшим в результате осуществления ими эмиссии ценных бумаг, несмотря на то что предоставление государственных гарантий по обязательствам эмитентов ценных бумаг является реально действующим механизмом[2)], а также несмотря на принципиальную возможность привлечения инвестиций в проект под государственную гарантию, сам факт выдачи государственной гарантии не делает облигации инфраструктурными со всеми вытекающими из этого последствиями.

При этом согласно ст. 15 Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» в случае исполнения гарантом (Российской Федерацией, субъектом РФ) обязательств по корпоративным ценным бумагам вместо принципала (эмитента) гарант имеет право потребовать от принципала в порядке регресса возмещения сумм, уплаченных бенефициару по государственной гарантии. Предусмотренное этой нормой правило о праве регресса, а также требование бюджетного законодательства об обязательном наличии у принципала обеспечения по выдаваемой государственной гарантии является ключевым фактором, сдерживающим использование госгарантий

---

1) Пенсионные накопления могут инвестироваться исключительно в ценные бумаги, включенные в высший котировальный список (Постановление Правительства РФ № 379 от 30.06.2003).

Пенсионные резервы могут инвестироваться в ценные бумаги российских хозяйственных обществ, допущенные к торгам российскими организаторами торговли (Постановление Правительства РФ № 63 от 01.02.2007).

Собственные средства управляющих компаний, вложенные в негосударственные эмиссионные ценные бумаги, не допущенные к обращению через организаторов торговли, не учитываются для целей расчета достаточности собственных средств (Постановление ФКЦБ РФ № 5/пс от 21.03.2002).

Для покрытия страховых резервов принимаются исключительно ценные бумаги, включенные в котировальный список А первого уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг в Российской Федерации (Приказ Минфина № 100н от 08.08.2005).

2) Так, согласно Распоряжению Правительства РФ от 04.05.2008 № 615-р были предоставлены государственные гарантии РФ на общую сумму до 28 млрд руб. по заимствованиям ОАО «АИЖК», осуществленным в виде выпуска купонных документарных долгосрочных облигаций.

для целей формирования инфраструктурных облигаций как инструмента фондового рынка, поскольку не каждый из предполагаемых эмитентов инфраструктурных облигаций сможет удовлетворять требованию о наличии обеспечения по представляемым государством гарантиям. Применительно к концессиям данное обстоятельство необходимо учитывать в совокупности с установленным в Законе «О концессионных соглашениях» запретом на передачу концессионером в залог своих имущественных прав по концессионному соглашению.

Что касается возможности государственной гарантии по квазиинфраструктурным облигациям, то здесь возникает вопрос целесообразности такого обеспечения с точки зрения государственных расходов. Дело в том, что госгарантии для целей бюджетного законодательства являются теми же расходами, а потому государство фактически оплачивает посредством бюджетных расходов то, что, как предполагалось, будет оплачивать концессионер. Кроме того, размер госгарантий в любом случае ограничен бюджетным законодательством, а выдача гарантий является сложной административной процедурой.

Учитывая все изложенные доводы, следует признать, что внедренные квазиинфраструктурные облигации не решат тех задач, которые должны решить, и не станут универсальным способом привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты, а будут лишь персональным инструментом привлечения инвестиций в отдельные проекты.

Изменения, внесенные в правила листинга ценных бумаг, решают лишь одну из поставленных задач, а именно позволяют вкладывать в отдельные инфраструктурные проекты денежные средства, аккумулированные пенсионными фондами. Системных проблем недостатка финансирования инфраструктурных проектов эти изменения не решают. Более того, без дальнейшего движения по пути внесения в законодательство норм специального регулирования процедуры эмиссии инфраструктурных облигаций слово «инфраструктурная» будет и дальше оставаться не более чем громким эпитетом, не имеющим никакого юридического или экономического значения.

Вместе с тем, ни ФСФР, ни другие государственные органы не собираются останавливаться на промежуточном этапе, достигнутом за счет изменения подзаконных актов. В настоящее время полным ходом идет процесс разработки полноценного закона, который будет регулировать процедуры, связанные с реализацией инфраструктурных проектов, в том числе вопросы выпуска и обращения инфраструктурных облигаций.

Исходя из иностранного опыта использования инфраструктурных облигаций, а также анализа текущей ситуации в РФ, можно выделить следующие варианты реализации данного инструмента в российских условиях, в которых инфраструктурные облигации будут являться:

1. видом государственных облигаций, носящих целевой характер;
2. корпоративными облигациями, носящими целевой характер и обеспеченными государственными гарантиями или гарантиями Внешэкономбанка;
3. производными ценными бумагами, эмитентом которых может быть субъект, финансирующий инфраструктурный проект.

Для того чтобы инфраструктурные облигации стали универсальным инструментом, применяемым при реализации проектов в различных отраслях, различного объема финансирования и при различном распределении прав собственности на создаваемый инфраструктурный объект, нормативно-правовая база, регулирующая инфраструктурные облигации, должна будет предусматривать возможность выпуска облигаций по любой из указанных схем с максимально гибкими условиями выпуска и обращения облигаций с тем, чтобы в зону возможного применения данных облигаций попадали не только мегапроекты федерального уровня, но и проекты субъектов РФ и даже муниципалитетов, проекты, предусматривающие не только строительство объектов инфраструктуры, непосредственно после постройки передаваемых государству, но и проекты, реализуемые многочисленными квазиконцессионными способами (LCC-контракты, сервисные контракты и т.п.).

В любом случае общим выделяющим признаком нового вида облигаций будет являться целевой характер расходования денежных средств, получаемых эмитентом в результате выпуска облигаций. При этом, ввиду того что в настоящий момент в законодательстве отсутствует легальное определение инфраструктуры, необходимо будет ввести данное определение в закон и включить в это определение не только транспортную инфраструктуру, но и социальную, энергетическую, коммунальную и другие.

Естественно, что помимо вышеуказанных аспектов в законе должны быть урегулированы отношения между банком и эмитентом инфраструктурных облигаций, а также особенности выпуска производных ценных бумаг (в случае выбора такого варианта). Необходимо установить требования к эмитентам облигаций и к инфраструктурным проектам, для финансирования которых планируется эмиссия. Законом непременно будут урегулированы механизмы контроля со стороны государства за всеми участниками процесса, поскольку вопрос обеспечения исполнения обязательств эмитентом является ключевым как с точки зрения обеспечения прав инвесторов, так и с точки зрения успешности реализации инфраструктурных проектов, в механизм финансирования которых будут встроены инфраструктурные облигации.

Подготовка нормативной базы, регулирующей инфраструктурные облигации, в сегодняшних непростых условиях дает разработчикам беспрецедентную возможность учесть все недостатки регулирования корпоративных облигаций уже на стадии введения нового инструмента в оборот. При этом задача регулятора в значительной мере упрощается ввиду того, что инфраструктурные облигации в силу своего целевого характера, в отличие от обычных корпоративных облигаций, отражают в полной мере суть инвестирования, которая состоит не в простом снабжении денежными средствами эмитента со стороны доверчивых инвесторов, а в финансировании конкретных проектов с конкретными и измеримыми параметрами. В такой ситуации абсолютно логичными будут выглядеть те меры контроля за деятельностью эмитента со стороны инвесторов, которые только сейчас начали рассматриваться в отношении корпоративных облигаций. Более того, целевой характер инвестиций в инфраструктурные облигации позволит регулятору установить более пристальный контроль за эмитентами облигаций, что в конечном итоге приведет к большей защищенности инвесторов по инфраструктурным облигациям от тех проблем, с которыми сейчас столкнулся рынок долгового финансирования.