Антон Табах,
старший аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

Инфраструктурные МЕЧТЫ

ПОВЫШЕНИЕ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ РОССИИ И НЕОБХОДИМОЕ ДЛЯ ЭТОГО РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ ТРЕБУЕТ ОТ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЦЕНТРА, РЕГИОНАЛЬНЫХ ВЛАСТЕЙ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ АДЕКВАТНОГО ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ. ЦЕЛЕВЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ ДОЛЖНЫ СТАТЬ РАБОТАЮЩИМ МЕХАНИЗМОМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА В ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРОЕКТЫ. ПРИ ФИНАНСИРОВАНИИ РЕГИОНАЛЬНЫХ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ ЗА РУБЕЖОМ БЫЛ НАКОПЛЕН ОБШИРНЫЙ ОПЫТ, КОТОРЫЙ СЛЕДУЕТ ИСПОЛЬЗОВАТЬ С УЧЕТОМ СПЕЦИФИКИ РОССИЙСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА.

МИРОВОЙ ОПЫТ

Поскольку финансирование проектов в области транспорта и энергетики часто связано с затратами, существенно превышающими объемы имеющихся собственных средств, они зависят либо от прямых вложений со стороны государства (с длительным сроком окупаемости), либо от долгосрочных заимствований на финансовом рынке. Первые инфраструктурные займы в форме облигаций появились еще в 19 веке в Великобритании, США и Франции для массированного строительства железных дорог и каналов, выпускались преимущественно частными акционерными обществами. Со временем государства и регионы заняли доминирующее положение на этом рынке. К настоящему времени в мире распространены несколько типов облигаций, эмитентами которых бывают целевые структуры, специализированные институты развития и инфраструктурные компании.

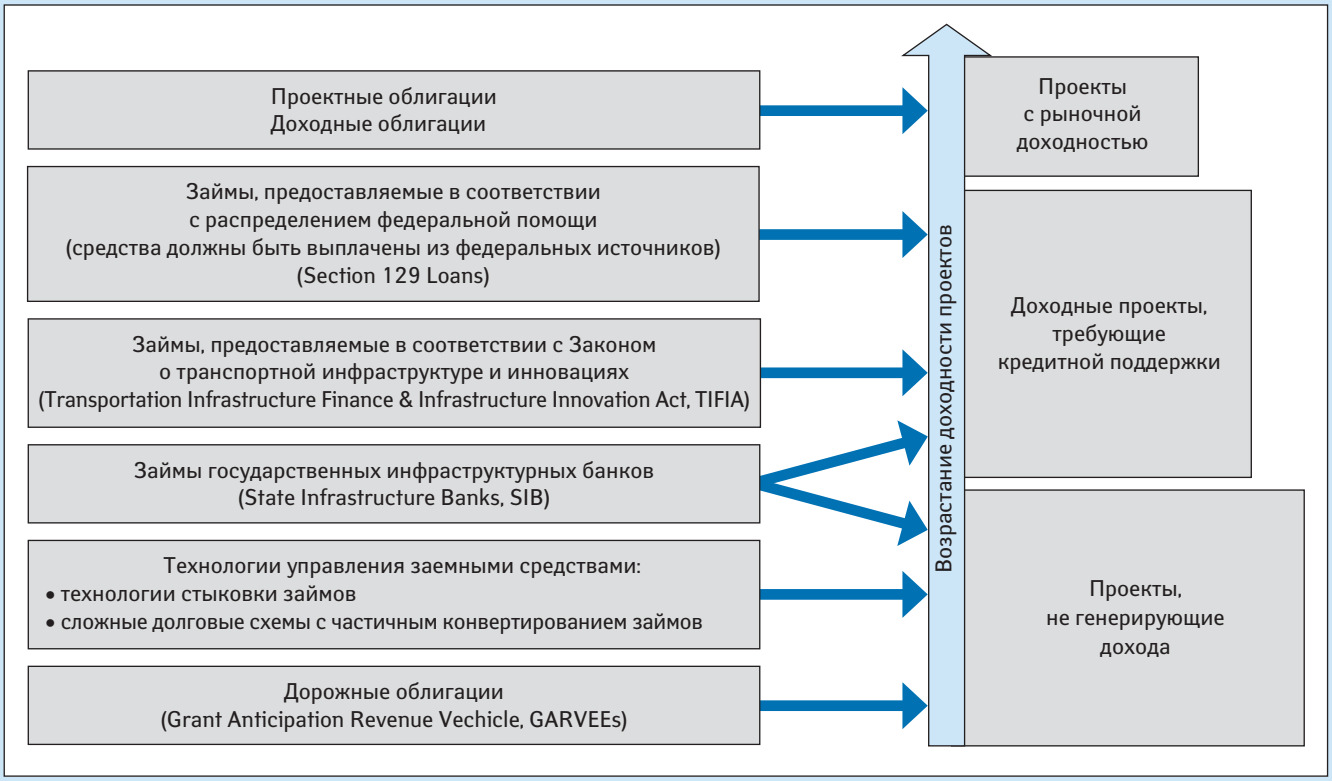
Доходные облигации

В мировой, особенно европейской и американской практике, очень распространены выпуски субфедеральных облигаций под конкретные проекты по развитию инфраструктуры, снижающие риски регионального бюджета в случае неудачной реализации инфраструктурного проекта. Доходные облигации (Revenue Bonds) структурированы так, что эмитенты облигаций обеспечивают доход держателей облигаций за счет поступлений от действующих предприятий после завершения их строительства[1]. Эмитент доходных облигаций обязуется выплатить основную сумму и процентный доход только в случае достижения определенного уровня дохода от конкретного проекта. При отсутствии дохода эмитент теоретически не обязан производить выплаты по облигациям либо имеет право расплатиться за более длительный срок и под более низкий процент. Однако на практике применяются различные механизмы страхования от такого развития событий, в частности за счет распределения рисков между разными группами участников проекта.

Многоуровневые схемы софинансирования крупных инфраструктурных проектов с активным участием органов власти разных уровней часто используют инфраструктурные облигации. Типичным примером является методология выбора способов финансирования дорожного строительства. Фактором, делающим этот опыт особенно актуальным для России, является вопрос о взаимодействии федеральных и субфедеральных властей с финансовыми

[1] *Подробнее: А. Новиков. Инструменты рынка муниципальных ценных бумаг за рубежом // Рынок ценных бумаг, 1997 г., № 4, с. 26–31*

Уровни господдержки автодорожных проектов в США



Источник: www.fhwa.dot.gov/innovativefinance/

институтами и корпорациями. В США, как и в России, дороги находятся в основном в ведении субъектов федерации, которые не в состоянии самостоятельно, без поддержки центрального правительства финансировать строительство и модернизацию дорог в требуемых объемах.

Основным критерием выбора метода финансирования является потенциальная доходность проекта. Применительно к финансированию проектов Федеральной администрацией автодорог (FHWA) выделяются три основные группы проектов (представлены по возрастанию потенциальной доходности): 1) проекты, не генерирующие дохода; 2) доходные проекты, требующие кредитной поддержки на одном из начальных этапов; 3) проекты с рыночной доходностью.

На рисунке можно проследить закономерность: по мере роста потенциальной доходности проекта участие государства ослабевает. Низкодоходные проекты не обходятся без широкомасштабного привлечения средств государственной помощи, средств из специальных фондов и от государственных инфраструктурных банков; проекты же с рыночной доходностью полностью финансируются рыночными методами. Среднюю часть «лестницы» составляют проекты, которые могут частично быть финансированы из доходов, получаемых впоследствии с помощью этих проектов, однако на ранних стадиях требуют кредитного финансирования из разных источников.

В силу сложившейся системы гарантий и налоговых льгот (доход по таким облигациям не облагается федеральным подоходным налогом, что делает их привлекательными для состоятельных граждан) в США именно доходные облигации стали самым распространенным механизмом финансирования общественно значимых проектов. Эмиссии таких облигаций являются важным и действенным инструментом развития инфраструктуры регионов. Целевой характер обеспечения облигаций смягчает рост долговой нагрузки на бюджет и снижает финансовые риски. Следует отметить, что доходная облигация может быть структурирована как инвестиционный продукт, соответствующий нормам «исламских финансов», согласно которым процентные выплаты, не привязанные к доходам от актива и сопряженных рисков, запрещены. Для эмитентов таких продуктов открывается доступ к ресурсам исламских инвесторов с совокупными активами более $1.5 трлн.

Инфраструктурные облигации

Другим вариантом является выпуск инфраструктурных облигаций банками или фондами развития. Институты развития являются важным инструментом стимулирования совместных действий регионов и бизнеса. Они позволяют проводить более активную политику не только по привлечению финансирования, но и по использованию средств. Это особенно важно для тех регионов, которые недостаточно кредитоспособны или не имеют опыта в управлении инфраструктурными проектами. Выпуск долговых инструментов в больших объемах и на более выгодных условиях институтами развития позволяет удешевлять стоимость средств. Кроме того, улучшается контроль за использованием средств, поскольку институты развития могут производить мониторинг реализации проектов и предоставлять требуемую техническую поддержку.

Опыт Южной Африки по развитию инфраструктуры с учетом региональной составляющей представляется весьма интересным. ЮАР использует сразу несколько институтов развития — Банк развития (SADB)[2], Фонд развития (SADF) и частный Фонд развития инфраструктурных проектов (INCA)[3]. SADB был создан еще во времена апартеида как традиционный банк развития, с 1993 года

[2] *www.dbsa.org*
[3] *www.inca.co.za*

профинансировавший инфраструктурных проектов примерно на $4 млрд. Банк заимствует средства на финансовом рынке и выделяет средства под проекты с учетом рисков и доходности проектов. Его деятельность дополняют Фонд развития (финансируя проекты, которые не соответствуют требованиям Банка развития) и INCA (инвестиционный фонд, финансируемый частными финансовыми институтами), находящийся на 100% в частной собственности. INCA предоставляет долгосрочные кредиты местным властям на возвратной некоммерческой основе. Большинство крупных инфраструктурных проектов в ЮАР реализуются при участии нескольких институтов развития и местных властей при организационной и технической поддержке Фонда развития.

Банк Развития Казахстана также является одним из крупнейших эмитентов облигаций для последующего вложения в инфраструктурные проекты с уставными целями.

Наконец, выпуск инфраструктурных облигаций транспортными и энергетическими компаниями мало чем отличается от выпуска обычных облигаций за исключением срока (они более длинные) и возможного субсидирования процентных ставок государством либо налоговых льгот.

Следует отметить, что в силу своей долгосрочности (обычно 10–50 лет) инфраструктурные облигации обязательно требуют наличия в стране долгосрочных институциональных инвесторов (накопительных пенсионных фондов или страховых компаний), у которых может быть интерес к активам со сроками, сопоставимыми со срочностью их пассивов. В противном случае проявляется зависимость от мирового рынка, участники которого в настоящее время не жаждут инвестировать в инструменты с длительной окупаемостью и «букетом» рисков. Зарубежные инвесторы также могут быть заинтересованы в таких бумагах при страховании от политического риска (рыночное хеджирование нереально при столь больших сроках обращения облигаций) и валютного риска.

РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА

В России опыт выпуска инфраструктурных облигаций пока негативен или вовсе отсутствует. Единственным широко известным выпуском были облигации РАО «ВСМ» в 1995–1998 годах, имевшие государственную гарантию и попавшие в дефолт 1998 года. Сама идея выпуска инфраструктурных облигаций на федеральном уровне умерла почти на десять лет. Выпуск доходных облигаций на уровне регионов невозможен по российскому бюджетному законодательству. Зарождение финансовой самостоятельности российских регионов пришлось на период нестабильности и отсутствия опыта в управлении финансовыми потоками. С учетом негативного опыта Бюджетный кодекс, а также другие законодательные акты РФ жестко ограничили возможности и структуру региональных заимствований, особенно в иностранной валюте. При этом необходимость в средствах на развитие инфраструктуры существует практически у всех регионов, а финансовый ресурс федерального правительства ограничен.

Выпуск облигаций институтами развития (в российском случае это ВЭБ) в принципе возможен. Более того, в ближайшие месяцы ВЭБ собирается выпустить валютные обязательства, интересные для российских банков. Однако, судя по заявленным параметрам, эти облигации слишком короткие и являются инструментом управления ликвидностью, а не долгосрочными заимствованиями для исполнения ВЭБ функции банка развития.

Наконец, российские инфраструктурные компании («РЖД», «Транснефть», «ФСК», энергетические и телекоммуникационные компании с государственным участием и без оного) активно присутствуют на рублевом рынке. Однако их выпуски по статусу являются обычными облигациями с офертами, сокращающими реальный срок заимствований, и отсутствием налоговых льгот для инвесторов. В 2008 году российскими властями было принято решение о стимулировании выпуска инфраструктурных облигаций целевыми структурами с возможностью федеральных и региональных бюджетных гарантий. Однако практическая реализация таких проектов была отложена из-за мирового финансового кризиса.

ВОЗМОЖНЫЕ РЕШЕНИЯ

Обзор зарубежного опыта и российской практики в контексте облигационного финансирования инфраструктурных проектов позволяет сделать следующие выводы:

- Заимствования на уровне частно-государственных партнерств (ЧГП) и других целевых структур хорошо подойдут для наиболее долгосрочных и объемных проектов, в том числе вовлекающих власти и бизнес нескольких регионов. В таких ситуациях организационные и правовые вопросы, а также судьба созданных объектов инфраструктуры приобретает особое значение. Желательно разработать единую политику и стандарты по организации управления такими корпорациями, в частности в контексте взаимоотношений между федеральными, региональными и местными властями, а также частными участниками инфраструктурных проектов.
- Институты развития (банки и фонды) более значимы для привлечения средств в менее кредитоспособные регионы и в ситуациях, когда требуется техническая поддержка и мониторинг в управлении инфраструктурными проектами и поддержании баланса интересов государства и бизнеса.
- Предоставление обычным инфраструктурным компаниям возможностей выпуска особых инфраструктурных облигаций может быть разумным только под выпуск конкретных проектов долгосрочного развития, а не в рамках текущей операционной деятельности.
- Для развития рынка инфраструктурных заимствований требуется принятие законов и подзаконных актов, необходимых для выпуска доходных облигаций, смягчение ограничений финансовой самостоятельности регионов (многие из которых потеряли смысл после изменения механизма назначения их глав в 2004–2005 годах), упрощение схем выдачи бюджетных гарантий под одобренные инфраструктурные проекты. Также необходимо разработать четкий и прозрачный механизм налоговых льгот или субсидирования процентных платежей из бюджета.
- Для успешной работы этих механизмов абсолютно необходимо стимулирование развития финансовых институтов, способных инвестировать средства в «длинные» проекты (в частности, в накопительную пенсионную систему и страхование жизни). Промежуточной мерой могут стать льготные условия рефинансирования в ЦБ для таких облигаций.
- Привлечению средств иностранных инвесторов может способствовать постепенное смягчение ограничений на заимствования в иностранной валюте для финансово устойчивых регионов либо запуск механизмов хеджирования валютных и политических рисков, что потребует улучшения законодательства о срочных сделках.