Инфраструктурные облигации – Terra incognita фондового рынка

а.а.оконишников

Кто ищет, вынужден блуждать.
Иоганн Гёте

Аннотация

В конце 2019 года Центральный Банк РФ ввел новый класс облигаций - инфраструктурные облигации. Но по прошествии четырех лет ЦБ не зарегистрировал ещё ни одного выпуска инфраструктурных облигаций.

Так, что же такое инфраструктурные облигации, которые формально существуют, но которых по факту нет? Есть ли потребность в инфраструктурных облигациях и для каких целей их можно применять? Поиски ответов на эти вопросы явились причиной исследования, результаты которого изложены в данной работе.

К основным итогам можно отнести следующие выводы:

1. В настоящее время на российском рынке отсутствуют облигации, которые можно назвать инфраструктурными на основании установленного Банком России нормативного определения этого термина. В качестве «квазиинфраструктурных» облигаций можно рассматривать только концессионные облигации, если в эмиссионных документах приводятся данные о инфраструктурном проекте, для финансирования которого они размещаются.

2. Введение Банком России отдельного класса облигаций (таксономии) – «инфраструктурные облигации» - нацелено исключительно на финансирование создания общественной инфраструктуры по модели ГЧП.

3. Инфраструктурные облигации, за счет государственных преференций, способствующих созданию конкурентного спроса у основных категорий инвесторов и росту предложения по размещению со стороны инициаторов ГЧП, дадут возможность привлечь средства с фондового рынка для формирования внебюджетных инвестиций в развитие общественной инфраструктуры, и, как следствие, снизить нагрузку на бюджетные расходы инвестиционного периода ГЧП.

4. Использование государственных преференций для инфраструктурных облигаций может потребовать меньших бюджетных расходов для оказания государственной поддержки внебюджетного финансирования, по сравнению с бюджетными расходами для льготного кредитования, при одних и тех же условиях обслуживания заимствования для участников ГЧП.

5. В случае широкого обращения на фондовом рынке инфраструктурных облигаций, отвечающих требованиям таксономии, определенной Банком России, они могут представлять инфраструктуру как самостоятельный класс активов.

На вопрос, что же такое инфраструктурные облигации, предлагается следующий ответ:

***При принятии государством конструктивных решений инфраструктурные облигации могут стать специализированным фондовым инструментом, предназначенным для финансирования выбранных государством инфраструктурных проектов, реализуемых по модели ГЧП, повышенный спрос и предложения которого на рынке обеспечивается государственными преференциями*.**

Ключевые слова: облигации**,** класс активов, инфраструктура, фондовый рынок, внебюджетное финансирование, концессии, государственная поддержка, расходы бюджета.

В работе приняты следующие допущения;

- под инфраструктурными проектами будут пониматься проекты по созданию объектов общественной инфраструктуры (**public infrastructure**) федерального значения, то есть объектов, обеспечивающих жизнедеятельность населения и находящихся в федеральной государственной собственности;
- под моделью государственно-частного партнерства (ГЧП) будет пониматься федеральная концессия, реализуемая по концессионному соглашению согласно Федерального закона от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».

Перечень использованных в работе источников приведен в конце статьи. Автор посчитал не обязательным приводить ссылки на источники при изложении материала.

Таксономия инфраструктурных облигаций

К классу инфраструктурных облигаций согласно определению, данному в Главе 67 Положения Банка России от 19.12.2019 № 706-П (далее – Положение 706-П), относятся облигации, ориентированные исключительно на финансирование общественной инфраструктуры по модели концессии или ГЧП. В указанном нормативном документе перечислены следующие условия и сведения, которые должны содержаться в программе или решении о выпуске облигаций для их классификации в качестве «инфраструктурных облигаций»:

- использование всех денежных средств, полученных от размещения облигаций, на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проекта по созданию и (или) реконструкции имущества, которое является объектом концессионного соглашения, объектом соглашения о государственно-частном партнерстве или соглашения о муниципально - частном партнерстве;
- описание проекта, для финансирования и (или) рефинансирования которого будут использоваться денежные средства, полученные от размещения

облигаций, с указанием планируемого срока реализации проекта и прогнозируемого объема его финансирования и (или) рефинансирования;

- описание последствий невыполнения эмитентом условия о целевом использовании денежных средств, полученных от размещения облигаций, включая право владельцев облигаций требовать досрочного погашения принадлежащих им облигаций;
- описания механизма контроля за целевым использованием денежных средств, полученных от размещения облигаций, возможность использования которого обязуется обеспечить эмитент;
- обязанность эмитента раскрывать (предоставлять) информацию о целевом использовании денежных средств, полученных от размещения облигаций, с указанием объема, сроков и порядка раскрытия (предоставления) такой информации.

Положение 706-П определяет таксономию инфраструктурных облигаций в качестве одного из видов активов для финансирования проектов ГЧП. Следует обратить внимание, что эта таксономия практически совпадает с принципами Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association - ICMA), используемых для классификации зеленых, социальных и устойчивых облигаций на международных фондовых рынках.

Однако, до последнего времени не было зарегистрировано ни одного выпуска облигаций, эмиссионная документация которого содержала все требования таксономии по Положению 706-П.

Следует заметить, что корпоративные облигации, размещаемые концессионерами и именуемые в силу этого как «концессионные облигации» могут содержать в эмиссионных документах указание на цель выпуска облигаций – реализацию конкретного инфраструктурного проекта, а иногда и описание концессионного проекта. Но по существующим законодательным требованиям такой обязанности у эмитента-концессионера нет. Указывать эти цели или нет является выбором эмитента. Тем более что сам термин «концессионная облигация» в отличии от «инфраструктурной облигации» какими-либо нормативными документами не определен.

В средствах массовой информации также можно встретить информацию об обращении на фондовом рынке «инфраструктурных облигаций», под которыми ошибочно понимают обычные корпоративные, неконвертируемые, процентные (купонные), бездокументарные с централизованным учетом прав облигации, обеспеченные залогом денежных требований и поручительством, эмитированные ООО Специализированное общество проектного финансирования (далее - СОПФ) «Инфраструктурные облигации» (дочка АО Дом.РФ). Эти облигации не являются инфраструктурными облигациями, так как они не удовлетворяют требованиям Банка России и более того, в эмиссионных документах облигаций СОПФ «Инфраструктурные облигации» прямо указано, что эмитент не идентифицирует свои облигации как «инфраструктурные облигации».

В настоящее время на российском рынке отсутствуют облигации, которые можно назвать инфраструктурными на основании установленного Банком России нормативного определения этого термина. В качестве «квазиинфраструктурных»

***облигаций можно рассматривать только концессионные облигации, если в эмиссионных документах приводятся данные об инфраструктурном проекте, для финансирования которого они размещаются*.**

Инфраструктурные облигации – фондовый инструмент для представления инфраструктуры в качестве класса активов

Объем рынка корпоративных облигаций на 31.07.2024, по данным Cbonds, составил 27,05 трлн рублей. При этом, если говорить только о проектных облигациях, которые имеют целевой характер привлечения долгосрочных средств в инфраструктуру, то по итогам 2023 года в обращении находилось облигаций всего на 280 млрд рублей, из которых концессионные облигации составляли 125 млрд рублей, т.е. 0,46% от объем корпоративных облигаций. С другой стороны, на конец 2023 года в состоянии реализации находится почти 3500 проектов ГЧП, в которых сумма частных инвестиций превышает 3,7 трлн рублей. Таким образом, на заемное финансирования за счет эмиссии концессионных облигаций приходится только 3,4% от всех частных инвестиций в ГЧП.

Этот факт в какой-то степени противоречит сложившемуся в мировой практике мнению о привлекательности инфраструктуры как класса активов публичного долга особенно для долгосрочных вложений пенсионных и инфраструктурных фондов, страховых и инвестиционных компаний.

Принято считать, что позиционирование инфраструктуры как самостоятельного класса активов на подобии фондовых инструментов, недвижимости или драгоценных металлов является ключом к привлечению институциональных инвестиций в инфраструктуру и стимулированию экономического роста.

Действительно, инвестиционные характеристики инфраструктуры включают привлекательную доходность и долгосрочные предсказуемые денежные потоки, которые хеджируются от инфляции. Доходности демонстрируют низкую чувствительность к волатильности и имеют низкие показатели дефолта. Эти характеристики соответствуют инвестиционным потребностям институциональных инвесторов, таких как пенсионные и инвестиционные фонды, и как таковые предлагают им отличные инвестиционные возможности. Инфраструктура также обладает экономическими характеристиками, такими как высокий барьер для входа, экономия за счет масштаба и неэластичный спрос на услуги, что делает инфраструктуру уникальной инвестиционной перспективой для частных инвесторов.

В силу этого считается, что привлечение частного финансирования в инфраструктуру является приоритетом для государства. Предполагается, что правительства должны способствовать привлечению приемлемых заимствований проектными компаниями (концессионерами), предлагая различные преференции, гарантии и льготы, в том числе налоговые, для инвесторов в инфраструктурные рыночные инструменты.

В качестве примера можно привести опыт США, где для реализации инфраструктурных объектов используются облигации развития частных проектов

(**private activity bonds - PABs**), которые предоставляют их владельцам освобождение от налогообложения на процентный доход, что создает для них более высокий спрос на финансовом рынке.

По-видимому, конкурентный спрос и на облигации ГЧП на российском фондовом рынке для всех категорий инвесторов можно обеспечить только за счет преференций государства.

В этой связи инфраструктурные облигации, идентифицированные ЦБ в качестве отдельного класса облигаций, ориентированного исключительно на финансирование инфраструктуры по модели ГЧП, дадут возможность государству – основному бенефициару, ответственному за развитие общественной инфраструктуры и заинтересованному в привлечении для этого внебюджетных средств - достаточно просто предоставлять для инфраструктурных облигаций преференции для создания конкурентных преимуществ на фондовом рынке всем возможным инвесторам. В качестве таких преференций можно использовать государственные субсидии и гарантии, а также налоговые льготы, которые будут предоставляться по отдельности или в сочетании для выбора оптимального эффекта увеличения спроса на фондовом рынке. То есть на основании принадлежности облигаций к таксономии должен быть предложен набор инструментов поддержки («меню инструментов поддержки инфраструктурных облигаций») по аналогии с «Инфраструктурным меню», используемым для поддержки инфраструктурного развития территорий.

Исходя из сказанного, можно выдвинуть гипотезу, что инфраструктурные облигации, обращаемые на российском фондовом рынке, следует рассматривать в качестве финансового инструмента, представляющего инфраструктуру как самостоятельный класс активов, торгуемого на организованном рынке, на подобии недвижимости или драгоценных металлов, появление которого предсказывали зарубежные эксперты на протяжение нескольких лет.

Государство, как основной бенефициар в развитии общественной инфраструктуры должно принять на себя ответственность за создание конкурентных преимуществ для использования инфраструктурных облигаций за счет внедрения своеобразного «меню инструментов поддержки».

Эмитенты инфраструктурных облигаций

Основным условием идентификации облигаций как инфраструктурных является использование всех денежных средств, полученных от размещения облигаций, на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проекта по созданию и (или) реконструкции объекта концессионного соглашения согласно Федеральному закону 115-ФЗ от 21.07.2005 «О концессионных соглашениях». При этом не установлено какой стороной указанных соглашений должен быть эмитент инфраструктурных облигаций (далее – ИО). Следовательно, любая из сторон концессии, включая финансирующую организацию, может быть эмитентом ИО. Главное, чтобы в эмиссионных документах облигации были идентифицированы как «инфраструктурные облигации» в соответствии с требованиями Положения 706-П.

На рисунке №1 представлена схема возможных вариантов использования инфраструктурных облигаций основными сторонами, участвующими в концессионном соглашении, включая финансирующую организацию, представляющую основным сторонам-подписантам концессионного соглашения средства в виде долга или капитала. Естественно, что капитал может предоставляться только концессионеру.

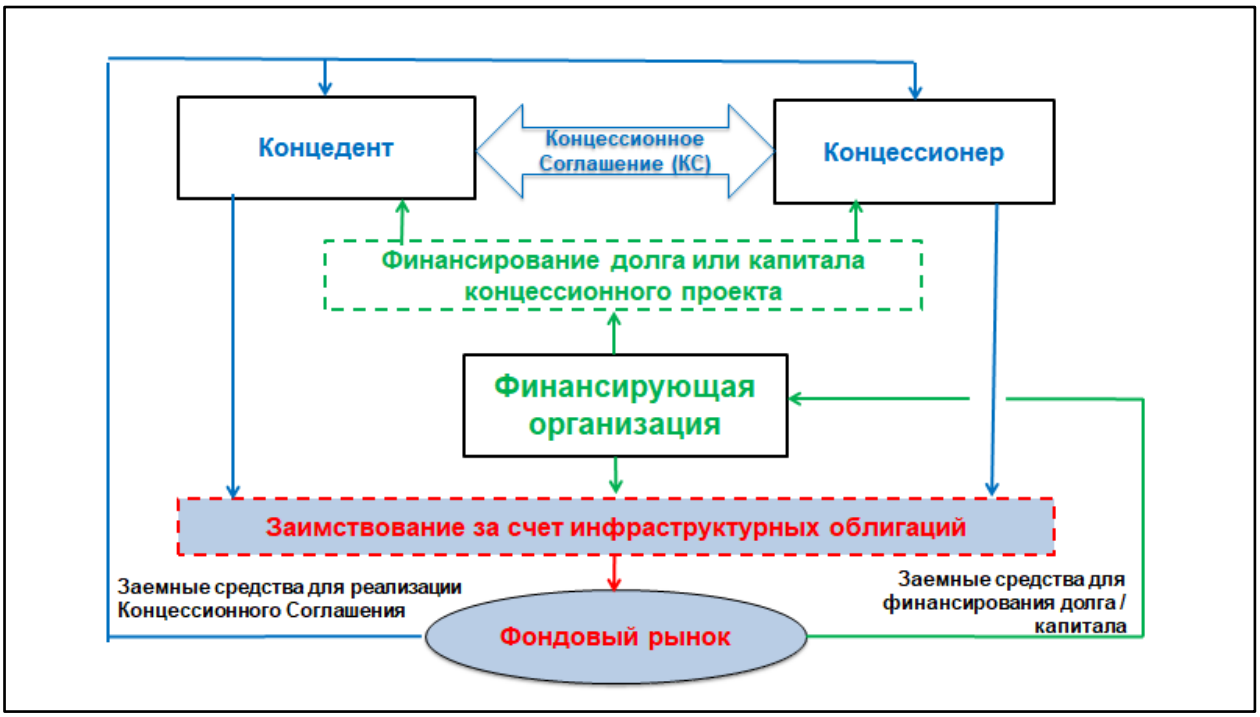

Рис. 1 Схема возможных вариантов использования инфраструктурных облигаций основными сторонами, участвующими в концессионном соглашении

Рассмотрим более подробно особенности процесса заимствования каждой из сторон, принимающей участие в реализации концессии, путем эмиссии инфраструктурных облигаций.

Концессионер

Концессионером может быть как инфраструктурная компания, имеющая уже опыт реализации инфраструктурных проектов, так и компании специального назначения (**Special Purpose Vehicle - SPV**), созданная для реализации конкретного проекта.

Инфраструктурной компании, имеющей положительный опыт размещения своих облигаций и высокий кредитный рейтинг не ниже категории «А», будет значительно проще размещать инфраструктурные облигации. Так как ей не нужны внешние гарантии и поручительства, а в качестве залогового обеспечения выпуска будет достаточен залог денежных требований концессионера к концеденту, вытекающих из концессионного соглашения.

В свою очередь для SPV в качестве обеспечения ИО, кроме финансовых обязательств концедента, потребуются внешние гарантии и/или поручительства структур с высоким рейтингом. Наиболее вероятно, что такими поручителями выступят учредители SPV, являющиеся главными бенефициарами концессионного проекта, но их кредитный рейтинг должен быть достаточно высок – не ниже категории «А».

Однако, следует иметь в виду, что согласно новой редакции 115-ФЗ в концессиях, возврат вложений по которым осуществляется по модели «платежи за доступность» (**availability payments**), то есть за счет платы концедента, предельный размер финансового участия концедента должен быть меньше общего размера расходов концессионера на создание и эксплуатацию объекта концессионного соглашения. Поэтому в этом случае залога финансовых обязательств концедента будет недостаточно для обеспечения выпуска ИО, даже для инфраструктурной компании с высоким рейтингом и потребуются привлечение дополнительных финансовых гарантий по инфраструктурным облигациям концессионера.

Поэтому предпочтительно использовать ИО для концессий по модели «платежи пользователей» (**user-pays**) или гибрида моделей user-pays и availability payments, чтобы обязательно присутствовали платежи от пользователей созданной инфраструктуры, на размер которых нет ограничений в действующем законодательстве. Таким образом можно достичь требуемой нормы прибыли концессионера, предусмотренной в финансовой модели концессионного соглашения и учитывающей привлечение заемного финансирования путем выпуска инфраструктурных облигаций. В этом случае от концедента потребуется принятие обязательства по выплате минимально гарантированного дохода от использования (эксплуатации) объекта концессионного соглашения.

Одним из требований Положения 706-П к эмиссии инфраструктурных облигаций является наличие механизма контроля за целевым использованием денежных средств, полученных от размещения облигаций, возможность использования которого обязуется обеспечить эмитент.

С другой стороны, в соответствии с требованиями законодательства в случае размещения облигаций с обеспечением эмитент обязан определить представителя владельцев облигаций (далее - ПВО), к основным функциям которого относится:

- выявление обстоятельств, которые могут повлечь за собой нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций;
- контролирование исполнения эмитентом обязательств по облигациям;
- принятие мер, направленных на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций.

Видится целесообразным на основании договора с эмитентом наделять ПВО правом контроля за реализацией концессионного соглашения, от финансовых результатов которого непосредственно зависит возможность выполнения эмитентом своих обязательств по размещенным облигациям.

Можно заметить, что размещение концессионером инфраструктурных облигаций мало чем отличается от размещения им облигаций для финансирования концессионного проекта, получивших неформальное название «концессионные облигации», эмиссионные документы которых уже содержат часть требований Положения 706-П. Однако, в них отсутствует требование наличия описания механизма контроля за целевым использованием денежных средств, полученных от размещения облигаций, на реализацию инфраструктурного проекта. Также в перечне условий для досрочного погашения «концессионных облигаций» по усмотрению владельцев облигаций отсутствует нарушение в виде использования

денежных средств, полученных от эмиссии, не на цели реализации инфраструктурного проекта.

Практика эмиссии «концессионных облигаций» может легко адаптироваться в практику эмиссии «инфраструктурных облигаций», если это позволит эмитенту-концессионеру существенно улучшить условия облигационного заимствования за счет роста спроса от основных категорий инвесторов и, как следствие, обеспечит снижение стоимости заимствования.

Концедент

Под концедентом в данной работе будет рассматриваться только юридическое лицо, получившее право осуществлять полномочия концедента от Правительства Российской Федерации, и имеющее право заимствовать, в том числе эмитируя свои облигации. При этом следует отметить, что эмиссия облигаций некоммерческими организациями допускается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, и при наличии обеспечения, определенного нормативными актами, или без обеспечения в случае, если отсутствие обеспечения предусмотрено нормативными документами.

Таким образом, для выпуска любых облигаций без обеспечения, в том числе и инфраструктурных, концедентами, например: государственными корпорациями и компаниями, а также публично-правовыми компаниями, в соответствующих федеральных законах или указах Президента РФ об их создании должно быть предусмотрено условие выпуска облигаций без обеспечения.

Целью эмиссии инфраструктурных облигаций концедентом является получение средств для обеспечения финансового участия в концессии, которое может осуществляться в одной или нескольких из следующих форм:

- финансирование на этапе создания и (или) реконструкции объекта концессионного соглашения части расходов на создание и (или) реконструкцию объекта концессионного соглашения - капитальный грант;
- возмещение и (или) финансовое обеспечение на этапе эксплуатации объекта концессионного соглашения расходов концессионера на создание и (или) реконструкцию объекта концессионного соглашения, использование (эксплуатацию) объекта концессионного соглашения, в том числе на техническое обслуживание объекта концессионного соглашения - плата концедента;
- возмещение недополученных концессионером дохода от использования (эксплуатации) объекта концессионного соглашения, определенного в концессионном соглашении - минимальный гарантированный доход (далее - МГД).

Можно заметить, что потребность по финансовому участию у концедента может возникать на всем периоде жизненного цикла концессии, что для долгосрочных транспортных инфраструктурных проектов может составить несколько десятков лет.

Поэтому к использованию облигационного заимствования за время реализации концессионного соглашения концедент может прибегать неоднократно.

Если сравнивать существующую практику составления эмиссионных документов по размещению корпоративных облигаций концедентов, то ни одно требование Положения 706-П там не присутствует. Это обстоятельство – сложившаяся практика эмиссии - может создать некоторые трудности для перехода концедентов к выпуску инфраструктурных облигаций, если не будут созданы стимулирующие условия для такого перехода.

Следует заметить, что инфраструктурные облигации концедента, по которым большая часть обязательств перед владельцами облигаций в итоги переносятся с эмитента на государство можно рассматривать в виде квазигосударственных заимствований для финансирования конкретных инфраструктурных проектов.

На рисунке №2 представлена классическая схема обеспечения финансового участия концедента в федеральных концессиях за счет бюджетных субсидий, направляемых из ФОИВ отраслевой принадлежности концедента.

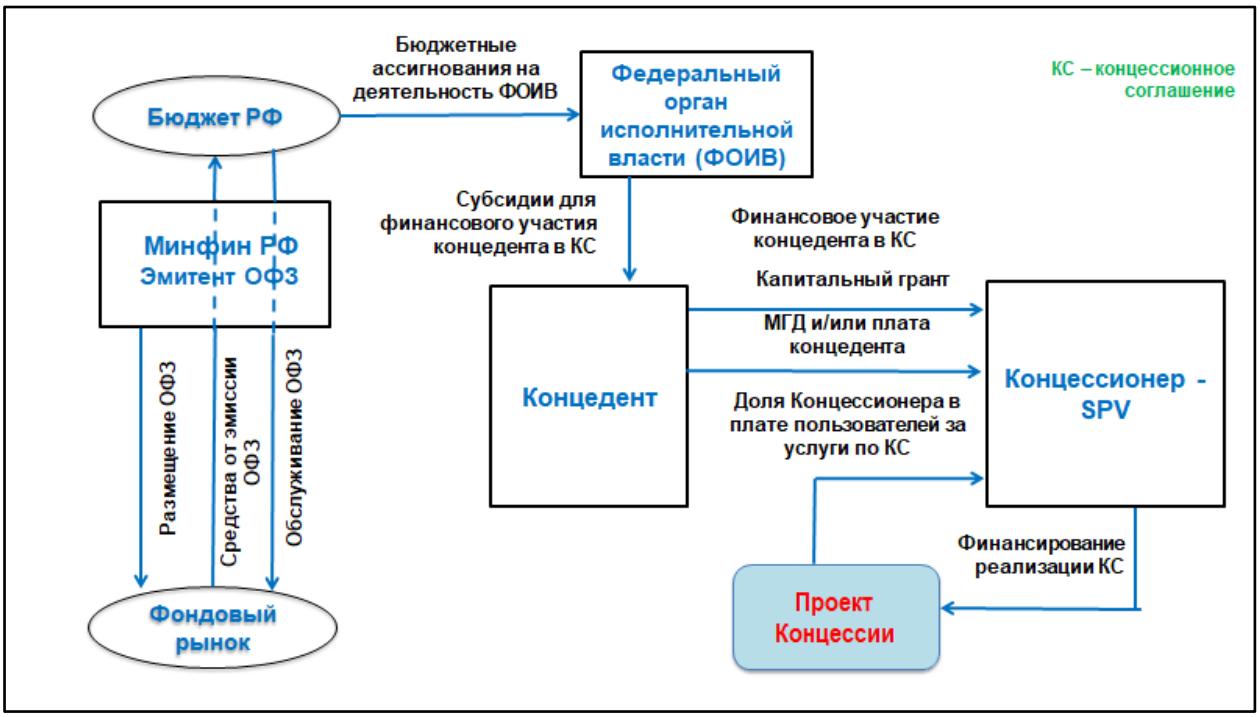

Рис. 2 Схема обеспечения финансового участия концедента в федеральных концессиях за счет бюджетных субсидий

Конечным источником субсидий для софинансирования федеральных концессий является бюджет РФ, дефицит которого покрывается за счет эмиссий Минфином облигаций федерального займа (далее - ОФЗ).

Средства от размещения ОФЗ поступают в бюджет, из которого в соответствии с федеральным законом о бюджете направляются ассигнования на осуществление деятельности федеральных органов исполнительной власти, в том числе и для последующего софинансирования инфраструктурных проектов, реализуемых по модели концессии, входящих в зону ответственности каждого из ФОИВ. При этом основная нагрузка на субсидии ФОИВ связана с выплатой капитального гранта на инвестиционной стадии концессии, который может достигать до 80% от стоимости всех капитальных вложений по проекту.

В свою очередь при реализации финансового участия концедента в концессии за счет выпуска инфраструктурных облигаций (на инвестиционном периоде) субсидии ФОИВ требуются только для оплаты купонных платежей, так как средства для финансового участия концедента на инвестиционной этапе в проекте (на выплату капитального гранта) он получит за счет эмиссии своих инфраструктурных облигаций. При этом размер купонов и периодичность выплат определяет сам концедент и андеррайтер, привлеченный для организации размещения инфраструктурных облигаций, это позволяет концеденту согласовывать условия очередного выпуска инфраструктурных облигация с возможностями ФОИВ предоставлять средства для софинансирования оплаты купонных платежей.

Таким образом, можно утверждать, что использование концедентом инфраструктурных облигаций существенным образом сокращает потребности бюджетного финансирования на инвестиционной стадии реализации концессии по сравнению с общепринятой сейчас практикой.

Следовательно, при ограниченности федеральных средств схема финансирования концедента за счет выпуска его инфраструктурных облигаций позволяет приступить к реализации большего количества инфраструктурных проектов чем при финансировании за счет выпуска ОФЗ.

С другой стороны, так как концедент по федеральным проектам находится в непосредственном подчинении у государства, то инфраструктурные облигации концедента можно, в какой-то степени, считать квазигосударственными ценными бумагами, которые размещаются для финансирования инфраструктурных проектов. Таким образом, они «привязываются» к конкретным инфраструктурным проектам.

Инфраструктурные облигации позволяют создать эффект «окрашивания» государственных заимствований в виде инфраструктурных облигаций концедентов для точечного инвестирования в инфраструктурные проекты. Использование концедентом инфраструктурных облигаций существенным образом сокращает потребности бюджетного финансирования на инвестиционной стадии реализации концессии по сравнению с общепринятой сейчас практикой.

Финансирующая организация

В качестве финансирующей федеральный инфраструктурный проект организации может выступать кредитная организация (банк) или институт развития федерального подчинения.

Финансирующая организация является участником реализации проекта концессии если она финансирует одну из сторон концессионного соглашения, представляя ей заем/кредит на цели реализации проекта или путем вхождения в капитал концессионера.

Источником финансирования долга или капитала для инфраструктурного проекта могут служить средства от эмиссии финансирующей организацией инфраструктурных облигаций.

Как уже отмечалось, эмиссия облигаций некоммерческими организациями допускается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами РФ, и при наличии обеспечения, определенного нормативными актами, или без обеспечения в случае, если отсутствие обеспечения предусмотрено нормативными документами.

Далее будем рассматривать в качестве финансирующей организации институт развития, созданный в целях проведения государственной политики, предоставления государственных услуг, управления государственным имуществом, обеспечения модернизации экономики, осуществления контрольных, управленческих и иных общественно полезных функций и полномочий в отдельных сферах и отраслях экономики.

Для финансирующих организаций - банков с государственным участием все нижеизложенное будет также применимо с нюансами, связанными с возможностью получения государственной поддержки на осуществление уставной деятельности, которая может использоваться для обеспечения обязательств по эмитированным облигациям.

Для сугубо частных банков, специализирующихся на финансировании инфраструктурных проектов, привлечение дополнительных ресурсов с помощью эмиссии инфраструктурных облигаций без получения государственной поддержки может оказаться непривлекательной историей по сравнению с уже проверенной практикой размещения обычных корпоративных облигаций. Тем не менее использование этими банками инфраструктурных облигаций вполне допустимо.

В силу совпадения организационно-правовой формы института развития и юридического лица, получившего право осуществлять полномочия концедента от Правительства Российской Федерации, все особенности размещения инфраструктурных облигаций финансирующей организации соответствуют особенностям эмиссии облигаций концедента, рассмотренным выше. Отличия будут только в составе залогового обеспечения инфраструктурных облигаций финансирующей организации в зависимости от получателя долга или капитала для инфраструктурного проекта.

Согласованность эмиссий участников концессии

Следует заметить, что характеристики размещения инфраструктурных облигаций, включая объем выпуска, срок обращения, размер и тип купона (фиксированный или переменный), условия досрочного погашения, каждая из сторон конкретной концессии определяет исходя из своих интересов. Тем не менее допускается и согласованная политика в этом вопросе сторонами концессионного соглашения, а в силу прямой зависимости использования инфраструктурных облигаций от государственных преференций и субсидий потребуется ещё и участие соответствующих ФОИВ в таком согласовании.

По-видимому, ситуация одновременного использования инфраструктурных облигаций для привлечения средств всеми сторонами конкретного концессионного проекта встречаться будет не часто. Но размещение инфраструктурных облигаций концедентом и финансирующей организацией для предоставления займа концессионеру может оказаться вполне востребованным сюжетом.

Таким образом, на фондовом рынке возможно появление инфраструктурных облигаций разных эмитентов, но выпущенных для реализации одного концессионного проекта. При этом параметры эмиссий у этих облигаций будут различаться в зависимости от инвестиционной политики эмитентов, хотя в основе обеспечения интересов всех инвесторов будет лежать один тот же актив – инфраструктура концессионного проекта.

В итоге в подтверждение выдвинутой ранее гипотезы на фондовом рынке посредством инфраструктурных облигаций действительно начнут обращаться инфраструктурные проекты, как самостоятельный класс активов. При этом в названии выпуска инфраструктурных облигаций можно использовать не имя эмитента, а название инфраструктурного проекта, для финансирования которого выпускаются облигации.

В ходе финансового закрытия концессионного соглашения участвующие в нем стороны, включая финансирующую организацию, смогут согласовать оптимальную финансовую модель концессии, основанную на последовательности эмиссионных заимствований всеми участвующими сторонами на протяжении реализации концессионного соглашения, руководствуясь интересами сторон, ситуацией на финансовом рынке и конкурентными преимуществами инфраструктурных облигаций, которые должны появиться благодаря преференциям государства, заинтересованного в привлечении внебюджетных средств в развитие общественной инфраструктуры.

Облигации VS Кредита

Выбор варианта заимствования при реализации концессионного соглашения осуществляется его инициаторами (будущими концедентом и концессионером) еще на стадии разработки концессионного соглашения. Особенности процессов кредитования и эмиссии облигаций общеизвестны.

Банковское кредитование является самым распространенным, понятным и формализированным инструментом с очевидными преимуществами:

- доступны большинству как крупных компаний, так и представителям малого и среднего бизнеса;
- за счет отработанных правил и широкой линейки, привлечение кредита может быть более простым и быстрым источником;
- как правило, в случае возникновения краткосрочных затруднений с обслуживанием долга, с одним кредитором проще договориться о рефинансировании или других вариантах поддержки;
- банковское кредитование является внутренним инструментом банка, при котором информация о заемщике является конфиденциальной.

Основные трудности с банковским кредитованием связаны с необходимым обеспечением, к оценке которого кредитная организация, как правило, подходит крайне консервативно. Кроме того, дополнительных затрат требует само оформление залоговых процедур – приходится привлекать для этого грамотных юристов, приводить в порядок залоговую базу. В случае же неблагоприятного развития экономики, стоимость залога снижается и заемщику, скорее всего, придется или погасить кредит, или предоставить дополнительное обеспечение. В случае банкротства банка, в права требования по его кредитам вступает Агентство по страхованию вкладов (АСВ), которое не является особенно дружественным кредитором

Размещение облигаций более длительный процесс, в котором по сравнению с взаимоотношением с только одним лицом-банком, придется выстраивать отношения

со всеми субъектами фондовой инфраструктуры, начиная от андеррайтера, депозитария и торговой системы, и заканчивая владельцами облигаций в лице их представителя. К основным преимущества облигационного заимствования можно отнести:

- возможность выпустить ценные бумаги на срок оптимальный с точки зрения окупаемости производственного процесса – от нескольких месяцев и до нескольких десятков лет, что особенно важно для транспортных инфраструктурных проектов;
- привлечение длинных денег, с постоянными условиями по обслуживанию долга и с гибкими условиями использования займа, чего не может предоставить банковское кредитование - в большинстве случаев, гашение кредита начинается уже через несколько месяцев после выдачи кредита;
- независимость от отдельно взятого кредитора, у которого отношение к риску заемщика может меняться и, соответственно, меняться как условия предоставления кредита, так и в принципе возможность кредитования;
- для крупных корпораций, в том числе инфраструктурных компаний финансовый рынок служит источником удобного «котлового» метода финансирования без значительного обременения в форме ковенантов и залогов, а также иных видов обеспечения и требований по целевому использованию средств по конкретным проектам[1];
- нет проблем с АСВ в случае банкротства банка-кредитора;
- первый выпуск готовится 3-6 месяцев, но уже последующие будут осуществляться значительно быстрее вплоть до нескольких недель, при этом расходы на выпуск будут также уменьшаться с ростом у эмитента публичной истории и доверия со стороны инвесторов;
- выпуск облигаций придает дополнительный импульс имиджевой привлекательности заемщику.

Недостатки использования инфраструктурных облигаций следуют из необходимости выполнения требований Положения 706-П, которые будут создавать определенные затруднения эмитентам.

Главным неудобством является необходимость создания механизма контроля за целевым использованием денежных средств, полученных от размещения облигаций, использование которого обязан обеспечить эмитент. Возможно, потребуется привлекать независимое от эмитента юридическое лицо, которое на платной основе возьмется оказывать услугу контроля. В качестве варианта роль контролера сможет выполнять и представитель владельцев облигаций, с которым эмитенту во всех случаях нужно будет вступать в договорные отношения в соответствии с законодательством.

Следующим неприятным мотивов для эмитента применения инфраструктурных облигаций можно считать возможность наделения владельцев облигаций правом требовать досрочного погашения принадлежащих им облигаций

[1] В ряде случаев выпуски классических облигаций могут быть обременены ковенантами, но они, как правило, существенно менее жесткие, чем стандартные требования по ковенантам со стороны коммерческих банков в рамках кредитных соглашений

в случае невыполнения эмитентом условия о целевом использовании денежных средств, полученных от размещения облигаций.

Перечисленные недостатки будут особенно чувствительны для концедентов и финансирующих организаций, привыкших размещать необеспеченные облигации и не иметь особых хлопот с владельцами облигаций.

Сгладить эти недостатки можно только за счет преференций государства, которые будут направлены на поддержание спроса на инфраструктурные облигации со стороны фондового рынка, но они также же позволят создавать благоприятные условия для стимулирования их применения со стороны инициаторов ГЧП.

Следует особо подчеркнуть, что за счет оптимального выбора инструментов поддержки суммарные бюджетные расходы могут оказаться меньше расходов на субсидирование кредитной ставки при одних и тех же объемах заимствований и затрат на их обслуживание для участников концессии или ГЧП.

При выборе того или иного инструмента заемного финансирования инфраструктурного проекта (кредита или облигаций), а также способа предоставления ему государственной поддержки, требуется взвесить все вышеперечисленные факторы и оценить реальные возможности по использованию инструмента заемного финансирования, оптимального с точки зрения интересов как участников ГЧП, так и государственного бюджета.

Ключевые результаты исследования

При принятии государством конструктивных решений инфраструктурные облигации могут стать специализированным фондовым инструментом, предназначенным для финансирования выбранных государством инфраструктурных проектов, реализуемых по модели ГЧП.

Повышенный интерес к инфраструктурным облигациям у основных инвесторов на фондовом рынке и у инициаторов (участников) ГЧП будет обеспечивается государственными преференциями из «меню инструментов поддержки инфраструктурных облигаций».

Использование инфраструктурных облигаций может создать эффект экономии бюджетных расходов при реализации проектов ГЧП за счет:

- сокращения потребности бюджетного финансирования на инвестиционной стадии реализации концессии, вследствие получения концедентом средств для своего финансового участия от эмиссии инфраструктурных облигаций;
- меньших бюджетных расходов на преференции для инфраструктурных облигаций, при оптимальном сочетании выбранных инструментов поддержки, по сравнению с расходами на поддержку льготного кредитования.

Инфраструктурные облигации, обращаемые на российском фондовом рынке, следует также рассматривать в качестве инструмента, представляющего инфраструктуру как самостоятельный класс активов.

Источники

1. Положения Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».
2. Migliorelli, Marco; Dessertine, Philippe (2019). The Rise of Green Finance in Europe: Opportunities and Challenges for Issuers, Investors and Marketplaces. SSpringer Nature. ISBN 9783030225100.
3. Объем рынка корпоративных облигаций – Россия. Cbonds. 31.07.2024
4. Infrastructure as An Asset Class. Development Bank of Southern Africa. Working Paper Jun 2022
5. Why Invest in Infrastructure? Deutsche Asset Management. Research Report. May 2017
6. Bridging global infrastructure gaps. McKinsey Global Institute. June 2016.
7. Unlisted Infrastructure: Essential Assets? Paul Kovarsky, CFA Dec. 12, 2018
8. Parties Involved in Infrastructure Debt Issuance. Management Study Guide. https://www.managementstudyguide.com/parties-involved-in-infrastructure-debt-issuance.htm
9. Examining Infrastructure as an Asset Class. Moody’s Analytics. Kevin Kelhoffer. Sep. 2021
10. Проспект ценных бумаг ООО СОПФ «Инфраструктурные облигации», зарегистрированного ЦБ № 4-00598-R-001P от 01.04.2021, решения о выпуске облигаций, зарегистрированного ЦБ № 4-04-00598-R-001P от 01.12.2022 и № 4-06-00598-R-001P от 26.06.2023.
11. Постановление Правительства РФ от 17.07.2019 № 906 «Об утверждении Правил предоставления из федерального бюджета субсидии на обеспечение функционирования публично-правовой компании по формированию комплексной системы обращения с твердыми коммунальными отходами «Российский экологический оператор».
12. Постановление Правительства РФ от 22.03.2021 № 439 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета акционерному обществу "ДОМ.РФ" в виде вкладов в имущество, не увеличивающих его уставный капитал, в целях возмещения затрат специализированных обществ проектного финансирования по выплате процентного (купонного) дохода по облигациям, Правил возмещения затрат специализированных обществ проектного финансирования по выплате процентного (купонного) дохода по облигациям и о внесении изменения в постановление Правительства Российской Федерации от 30.12.2017 N 1710»
13. Положение Банка России от 01.03.2017 N 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование…»
14. Решение Совета директоров Банка России о кредитных рейтингах, используемых для целей формирования Ломбардного списка Банка России от 13 октября 2023.

15. Статья 29.1. «Представитель владельцев облигаций» Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
16. Статья 5. Федерального закона от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»
17. Статья 10.1. Федерального закона от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».
18. Рынок частных инвестиций в инфраструктуру России. Ежемесячный Дайджест рынка ГЧП. РОСИНФРА. Ноябрь 2023
19. Облигации для проектного финансирования: как создать альтернативу госгарантиям? АО «Эксперт РА». Октябрь 2022.
20. Заемный капитал для компаний и проектов: итоги четвертого квартала 2023 года. Sherpa Group. 16.01.2024