

УДК 336.763.3

***ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ВОЗМОЖНОСТИ И РИСКИ
ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИИ***

Никонорова А.Д.

Магистрант 1 курса,

Санкт-Петербургский государственный экономический университет,

РФ, г. Санкт-Петербург

Аннотация

Рынок инфраструктурных облигаций существует в России уже 10 лет, однако все еще находится на стадии зарождения. С учетом того, что механизм государственно-частного партнерства для реализации различных значимых проектов становится все более популярным, инфраструктурные облигации, как инструмент привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты становится важным финансовым инструментом. Автор проводит анализ рынка инфраструктурных облигаций, на основе которого выделяет характерные для данного рынка проблемы и предлагает пути их решения.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации, концессионные облигации, проекты государственно-частного партнерства, институциональные инвесторы, привлечение средств.

***INFRASTRUCTURE BONDS: OPPORTUNITIES AND RISKS OF
APPLICATION IN RUSSIA***

Nikonorova A.D.

1st year graduate student,

St. Petersburg State University of Economics

Russia, Saint-Petersburg

Annotation

The infrastructure bond market has existed in Russia for 10 years, but it is still in its infancy. Given that the mechanism of public-private partnership for the implementation of various significant projects is becoming more and more popular, infrastructure bonds as a tool for attracting investment in infrastructure projects is becoming an important financial instrument. The author analyzes the infrastructure bond market, on the basis of which he identifies the problems characteristic of this market and suggests ways to solve them.

Keywords: infrastructure bonds, concession bonds, public-private partnership projects, institutional investors, fundraising.

На сегодняшний день многие страны пользуются государственно-частным партнерством (далее – ГЧП) для реализации различных значимых проектов. В России также активно применяются инструменты ГЧП, однако популярные во всем мире инфраструктурные облигации до сих пор остаются сильно недооцененными на отечественном фондовом рынке.

Зачастую банковского кредита недостаточно для решения поставленной задачи. В современных условиях важно уметь комбинировать кредитные продукты и финансовые инструменты, чтобы добиться оптимального результата. Практика западных стран показывает, что в условиях долгосрочного финансирования проектов использование лишь банковского кредита встречается крайне редко.

Ухудшение состояния инфраструктуры является серьезным препятствием для развития российской экономики. Существует множество проектов, реализуемых в формате ГЧП, для реализации которых выпуск инфраструктурных облигаций являлся бы наилучшим решением.

Стоит отметить, что основными инвесторами инфраструктурных облигаций являются пенсионные и инвестиционные фонды, страховые

Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ ЭЛ № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

компаний и финансовые учреждения [4]. Для пенсионных фондов поиск новых инструментов инвестирования является особо актуальным вопросом, так как они могут инвестировать лишь в наиболее надежные финансовые инструменты. Все это подчеркивает актуальность выбранной темы исследования.

Для начала необходимо дать определение инфраструктурным облигациям. Стоит отметить, что определение не закреплено в России на законодательном уровне, однако многие источники определяют инфраструктурные облигации как облигации, эмитируемые специальными проектными организациями, целью выпуска которых является привлечение ресурсов в долгосрочные проекты, направленные на развитие инфраструктуры в различных сферах. Отличительной чертой механизма выпуска данных облигаций является то, что после завершения проекта эмитент получает объект в эксплуатацию по договору концессии. Также для облигаций характерен длительный срок обращения, как правило, от 15 лет [4].

Инфраструктурные облигации обладают следующими преимуществами:

- помогают осуществить финансирование масштабных проектов;
- имеют возможность рефинансирования через фондовый рынок до истечения срока заемного обязательства;
- имеют возможность быть включенными в Ломбардный список Банка России [5].

Стоит отметить, что наибольшее распространение в России получили концессионные облигации. Некоторые эксперты считают, что термин «концессионные облигации» подразумевает, что это обычные корпоративные облигации компании-эмитента, реализующей концессионный проект [3].

Однако считать концессионные облигации видом корпоративных облигаций не совсем верно. Концессионные облигации являются видом инфраструктурных ценных бумаг. Их отличие от корпоративных облигаций состоит в том, что в проспекте эмиссии оговаривается наличие концессии. Помимо этого, данные облигации могут быть включены в котировальные Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМЭЛ № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

списки первого и второго уровней, что дает доступ к ним таким инвесторам как пенсионные фонды и страховые компании [2].

6 мая 2010 года был зарегистрирован первый выпуск инфраструктурных документарных неконвертируемых облигаций ОАО «Главная дорога» серии 01 объемом эмиссии 300 тыс. шт. номиналом 1 тыс. руб. Срок обращения по ним составлял 1 год. Данные облигации были выпущены для реализации проекта по строительству нового выхода на Московскую кольцевую автодорогу с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» Москва-Минск. 26 мая 2010 года Рейтинговое агентство АК&М присвоило этому облигационному выпуску рейтинг по национальной шкале на уровне «А» со стабильными перспективами [10].

Помимо этого, существуют и другие проекты дорожной инфраструктуры, реализуемые с помощью выпуска инфраструктурных облигаций. К ним относятся трасса М-11 Москва-Санкт-Петербург, Западный скоростной диаметр в Санкт-Петербурге, а также трасса, дублирующая трассу М-1 Москва-Минск. В данный момент все объекты успешно введены в эксплуатацию, а за их использование взимается плата. Стоит отметить, что плата за пользование реализованными объектами обеспечивает выплаты по облигациям.

Далее проанализируем отечественный рынок инфраструктурных облигаций. На начало 2020 года в обращении находилось 33 выпуска концессионных облигаций с общим объемом почти 100 млрд рублей. Однако их доля в общем объеме корпоративных облигаций все еще составляет менее 1%. Также стоит упомянуть, что в общем количестве проектов ГЧП лишь 5% концессионных соглашений используют облигационное финансирование. Однако при этом объем инвестиций, привлеченных с помощью концессионных облигаций, составил в 2019 году 31,8% в общем объеме инвестиций проектов ГЧП. Данные тезисы указывают на то, что в основном концессионные облигации используются в крупных проектах федерального и регионального уровня.

За все время существования концессионных облигаций в России, объем их выпуска увеличился в 11 раз (рис.1). Благодаря тому, что выпуски облигаций распланированы в соответствии с планами реализации проектов, существует возможность предсказания дальнейшей динамики роста объема концессионных облигаций. Так, в 2020 году планировался рост общего объема облигаций до 120 млрд рублей, то есть, чуть более, чем на 20%.

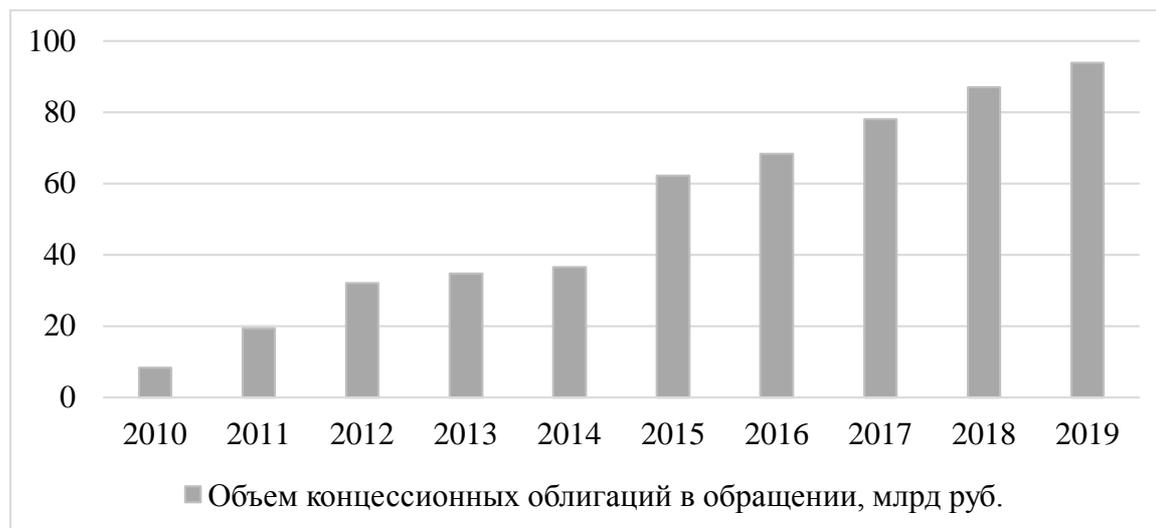


Рис. 1 – Объем концессионных облигаций в обращении в 2010-2019 гг. [2]

Также стоит рассмотреть динамику эмиссии концессионных облигаций (рис. 2). Динамика эмиссии неравномерна. Наибольших объемов эмиссия достигала в 2012, 2015 и 2016 годах. Наименьшие объемы можно отметить в 2013, 2014 и 2019 годах. Скорее всего, данную тенденцию можно связать с внешними факторами. Например, низкий объем эмиссии за 2014 год можно объяснить сложной политической обстановкой и финансовым кризисом.

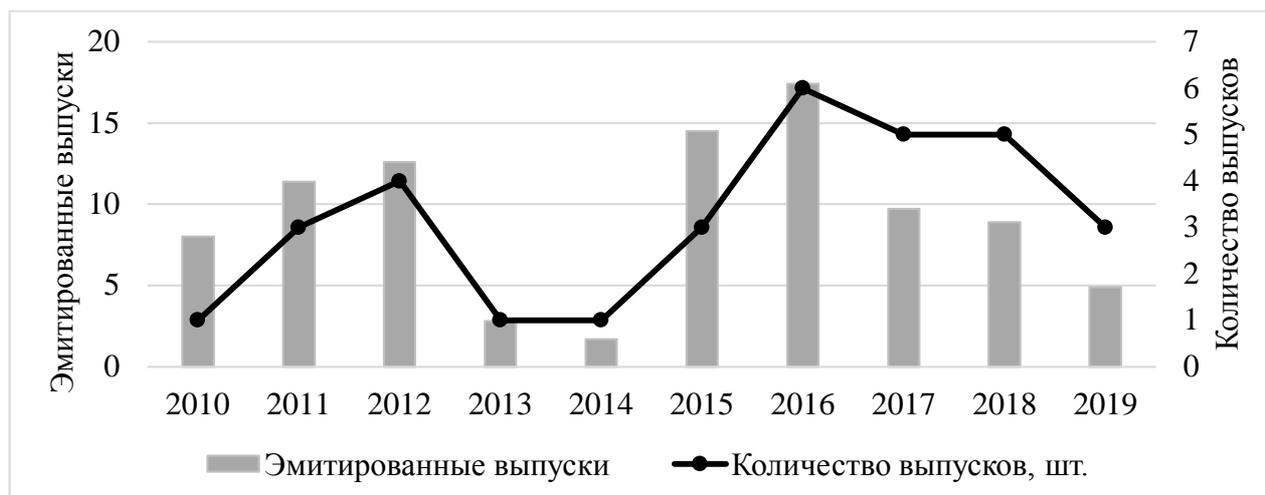


Рис. 2 – Динамика эмиссии концессионных облигаций в 2010-2019 гг., млрд руб. [2]

Проанализируем эмитентов рынка инфраструктурных облигаций в разрезе по регионам. Здесь наблюдается интересная статистика как по объемам вложений, так и по количеству выпусков (таблица 1).

Таблица 1 – Объем вложений и количество выпусков концессионных облигаций по регионам на 01.01.2020 [2]

Регионы	Транспорт		ЖКХ		Социальная сфера		Итого		Мест о по объе му влож ений	Мест о по кол-ву выпу сков
	Объе м влож ений	Колич ество выпус ков	Объе м влож ений	Колич ество выпус ков	Объе м влож ений	Колич ество выпус ков	Объе м влож ений	Колич ество выпус ков		
Федерал ьный уровень	40,6	7					40,6	7	-	-
Волгогра дская область			16,1	10			16,1	10	1	1
Саратовс кая область			5,9	3	8,5	1	14,4	4	2	3
Г. Санкт- Петербур г	11,9	5					11,9	5	3	2
Нижегор одская область			1,2	1	1,4	1	2,6	2	4	4
Мурманс кая			1,9	1			1,9	1	5	5

область										
Ульяновская область					1,9	1	1,9	1	6	5
Челябинская область			1,8	1			1,8	1	7	5
Респ. Чувашия			1,7	1			1,7	1	8	5
Ханты-Мансийский АО			1,1	1			1,1	1	9	5

Таким образом, можно отметить, что наибольший объем вложений с помощью концессионных инвестиций наблюдается на федеральном уровне. Среди регионов наиболее активным участником рынка инфраструктурных ценных бумаг выступает Волгоградская область, которая имеет 10 выпусков облигаций общим объемом 16,1 млрд руб., связанных с жилищно-коммунальными услугами. Далее идет Саратовская область с 4 выпусками общим объемом 14,4 млрд руб. Санкт-Петербург, являясь наиболее финансово грамотным из представленных в таблице регионов, занимает лишь третье место с 5 проектами общим объемом 11,9 млрд руб. Довольно странным является факт отсутствия Москвы в данной таблице. Это можно объяснить тем, что инфраструктурные облигации, выпускаемые Москвой и Московской областью, классифицируются не как концессионные, а как бумаги, выпущенные специальными обществами проектного финансирования (далее – СОФП).

Как видно из таблицы, представленной выше, концессионные облигации в России на данный момент выпускаются только на региональном и федеральном уровнях. В отличие от западных стран, отечественным территориальным органам власти пока не хватает опыта и квалификации в применении данного инструмента проектного финансирования. Обычно финансирование проектов осуществляется с помощью банковских кредитов.

Стоит отметить, что выпуск инфраструктурных облигаций на муниципальном уровне в России не проводится из-за их неопределенного статуса, так как фактического запрета на выпуск муниципальных Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ ЭЛ № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

инфраструктурных облигаций нет, но муниципальные облигации не являются инфраструктурными. Помимо этого отсутствует точное определение инфраструктурных облигаций, о чем уже упоминалось ранее. Сюда же относится проблема со сроками привлечения средств. Обычно инфраструктурные проекты требуют привлечения денежных средств на срок от 10 и более лет, в то время как для российских муниципальных облигаций характерны сроки обращения менее 5 лет. Помимо технических ограничений в выпуске инфраструктурных облигаций, сдерживающим фактором является нежелание муниципалитетов выпускать инфраструктурные облигации по следующей причине. Зачастую муниципалитеты охотнее реализовывают проекты, выполняемые по госзаказу, так как многие регионы и муниципалитеты имеют достаточно высокий уровень долговой нагрузки. При альтернативном выборе между двумя проектами, один из которых реализуется на их собственные средства, а другой не требует вложений от местного бюджета, муниципалитеты выбирают второй вариант.

Теперь стоит подробнее рассмотреть облигации СОПФ, так как они являются отдельным видом инфраструктурных бумаг в России. Законодательно СОПФ были закреплены в конце 2013 года в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» [1].

Всего на начало 2020 года в России зарегистрировано шесть СОПФ, четыре из которых находятся в Москве, одно – в Московской области и одно – в Ростовской области. Первый выпуск облигаций СОПФ осуществило ООО «Специализированное общество проектного финансирования «Фабрика проектного финансирования» в конце 2019 года. Таким образом, за 6 лет фактического существования данного инструмента в нормативно-правовой базе, инструмент не был понят ни эмитентами, ни инвесторами.

Многие эксперты считают облигации СОПФ перспективным инструментом [2]. Для наглядности сравним выпуск данных облигаций и

выпуск концессионных облигаций, чтобы понять преимущества нового инструмента.

В качестве анализируемого выпуска концессионных облигаций был взят выпуск Концессии водоснабжения – Саратов, БО-01, так как оба выпуска имеют одинаковые даты размещения. Из-за того, что каждый выпуск концессионных облигаций направлен на финансирование определенного объекта и имеет свои особенности, а также из-за того, что концессионных выпусков облигаций все еще не так много, сравнивать выпуски с точки зрения эмитента будет проблематично, поэтому сравним их с точки зрения инвестора. Необходимо обратить внимание на такие показатели как размер купона, периодичность купонных выплат, срок обращения, дюрация и т.д. (таблица 2).

Таблица 2 – Сравнение выпусков облигаций СОПФ ФПФ 01 и Концессия водоснабжения – Саратов, БО-01

Показатели	СОПФ ФПФ 01 [8]	Концессия водоснабжения – Саратов, БО-01 [7]
Дата начала и окончания размещения	25.12.2019-25.12.2019	25.12.2019-25.12.2019
Дата погашения	22.12.2029	08.12.2033
Досрочное погашение	25.12.2026	-
Объем выпуска	10 000 000 000 руб.	2 000 000 000 руб.
Номинал	1 000 руб.	1 000 руб.
Вид ставки	фиксированная	плавающая
Ставка текущего купона (28.06.2020)	6,84%	9,1%
Периодичность купонных выплат	4 раза в год	1 раз в год
Обеспечение	есть	-
Амортизация	-	есть
Листинг	Второй уровень	Третий уровень
Дюрация	7,32	-
Количество сделок на бирже	13	2
Рейтинг эмиссии	AAA (АКРА)	-

Таким образом, из представленных данных хорошо видны различия между выпусками концессионных облигаций и облигаций СОПФ. Облигации СОПФ выпускаются на срок в 10 лет с досрочным погашением через 7 лет после размещения, в то время как концессионные облигации выпускаются на срок 14 лет и не имеют досрочного погашения. Это связано с тем, что концессионные облигации выпускаются для реализации конкретного проекта, денежные потоки по которому рассчитаны вплоть до ввода объекта в эксплуатацию. Облигации СОПФ выпускает компания, занимающаяся проектным финансированием, следовательно, средства, полученные от данных облигаций, могут использоваться в различных проектах.

Облигации СОПФ менее рискованные. Они имеют фиксированную ставку, несколько купонных выплат в год, а также относятся ко Второму уровню котировального списка Московской биржи. По данным облигациям было совершено больше сделок, им присвоен рейтинг надежности. Фиксированная ставка позволяет рассчитать дюрацию, что делает их более предсказуемым инструментом. Наличие обеспечения облигаций говорит об их надежности.

Концессионные облигации имеют более высокую ставку купона, которая впоследствии может как увеличиться, так и уменьшиться, в зависимости от размера ставки по 7-летним облигациям федерального займа. Также стоит отметить периодичность выплаты купонов. Если сравнивать с корпоративными облигациями, при таких ставках купона характерны выплаты от 2 раз в год и более. Третий уровень котировального списка также указывает на более низкий уровень надежности облигаций по сравнению с облигациями СОПФ.

Из положительных моментов, связанных с данным выпуском концессионных облигаций, можно отметить наличие амортизации. Начиная с 2021 года, планируется ежегодное частичное погашение номинала облигации.

У данного выпуска облигаций отсутствует рейтинг, на бирже с ними было проведено 2 сделки.

Таким образом, сравнение двух выпусков облигаций показало, что облигации СОПФ являются более востребованным и привлекательными инструментом инвестирования по сравнению с комиссионными облигациями. Единственным минусом данных облигация является более низкая доходность, так как с учетом того, что основными инвесторами инфраструктурных облигаций являются институциональные инвесторы, они могут предпочесть облигациям СОПФ облигации федерального займа, которые являются наиболее надежным инструментом на всем рынке. К тому же, отдельные выпуски федеральных облигаций имеют аналогичную доходность, что также не дает облигациям СОПФ конкурентного преимущества.

Подводя итог анализу рынка инфраструктурных облигаций, можно сказать следующее. В настоящее время в России под инфраструктурными облигациями понимаются в основном концессионные облигации. Облигации СОПФ являются новым инструментом на рынке и делать выводы об их востребованности пока рано. Облигации выпускаются на федеральном и региональном уровнях, инфраструктурные облигации муниципалитетов не выпускаются.

В целом инфраструктурные облигации являются довольно перспективным инструментом, их рынок растет с каждым годом, однако особенности российского законодательства замедляют процесс развития рынка. В частности, понятие инфраструктурных облигаций и особенности их выпуска и обращения не закреплены в законодательстве.

Далее необходимо рассмотреть проблемы рынка инфраструктурных облигаций более подробно.

Одна из главных проблем рынка инфраструктурных облигаций заключается в его размере. Из-за того, что объем рынка невелик, большая часть выпуска может выкупаться одним инвестором [2]. Более того, инвестор и эмитент при этом могут быть связаны между собой. Ярким примером этого является случай с ВТБ. В 2015 году при размещении компанией ВТБ «Капитал» Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ ЭЛ № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

инфраструктурных облигаций, связанных с проектами автодороги в Санкт-Петербурге, главным инвестором облигаций оказалась компания ВТБ Пенсионный Фонд [6].

Второй проблемой рынка является отсутствие кредитных рейтингов у многих выпусков. Данный факт снижает интерес инвесторов к инструментам, так как институциональные инвесторы зачастую выбирают наиболее надежные инструменты и в данном случае отсутствие рейтинга затрудняет идентификацию инструмента как надежного. Несмотря на то, что агентства «АКРА» и «РА Эксперт» способные рейтинговать сложные инфраструктурные облигации, как видно из сравнения выпусков выше, рейтинги присваиваются не всем инструментам.

Далее необходимо отметить проблему вероятности дефолтов. Примером является дефолт по облигациям выпуска Тверской концессионной компании (ТКК об. 1) [9]. В 2017 году по данным облигациям был объявлен дефолт по купонным обязательствам из-за отсутствия у эмитента денежных средств. Также отмечен дефолт по купонным обязательствам в 2018 году. Соответственно, этот выпуск облигаций был внесен в Третий уровень котировального списка, что существенно сокращает количество инвесторов, которое и без того было небольшим.

Следующей проблемой является отсутствие на рынке инвестиционных пулов. Данные пулы позволили бы инвесторам диверсифицировать и сбалансировать портфели по данному виду инструментов. Помимо этого, в данные пулы можно было бы включать выпуски, направленные на финансирование проектов среднего размера, что существенно увеличило бы рынок и возможности для реализации важных региональных проектов.

О несовершенстве законодательной базы уже упоминалось ранее, не будем рассматривать данную проблему подробно.

На основе перечисленных проблем можно предложить следующие меры по повышению эффективности функционирования рынка инфраструктурных облигаций.

Во-первых, необходимо внести изменения в законодательство, которые содержали бы понятие инфраструктурных ценных бумаг, а также особенности их выпуска и обращения.

Во-вторых, ранее уже упоминались инвестиционные пулы. Можно было бы предложить механизм их создания по аналогии с пулами ипотечных обязательств и на их основе выпускать облигации. Данные облигации могли бы выпускаться в рамках одного региона, но для проектов из разных сфер, что позволило бы диверсифицировать вложения инвесторов и понизить риск дефолта, так как если с одним из проектов возникнут проблемы, в пуле остаются и другие проекты, которые обеспечивают денежные потоки инвестора.

В-третьих, для уменьшения вероятности дефолтов по инфраструктурным обязательствам, необходим тщательный контроль исполнений обязательств эмитента. Возможно, создание государственных гарантий, а также заключение договора между государством и эмитентом, в рамках которого и будет осуществляться контроль за исполнением обязательств.

В-четвертых, с учетом того, что рынок инфраструктурных облигаций на данный момент невелик, присвоить кредитные рейтинги можно всем выпускам облигаций, находящихся в обращении. Данная мера позволит выявить среди выпусков наиболее надежные и привлечь на рынок новых инвесторов.

Последним пунктом является необходимость контроля сделок с инфраструктурными облигациями. Для того, чтобы выпуски не выкупали аффилированные компании эмитента, можно установить для них определенные лимиты по максимальному объему, доступному к покупке. Это позволит участвовать в торгах большему числу инвесторов, а также заставит эмитентов более ответственно подходить к выпуску данных облигаций.

В заключение хотелось бы отметить следующее. Инфраструктурные облигации являются довольно перспективным инструментом. Их природа направлена на уменьшение нагрузки как на реализуемый проект (снижение налоговой нагрузки), так и на бюджеты различных уровней. Помимо этого, инфраструктурные облигации способны развить практику реализации проектов ГЧП, что способно существенно повысить уровень жизни населения. В перспективе возможна реализация эмиссии инфраструктурных облигаций и на уровне муниципалитетов, что позволит отечественному рынку инфраструктурных облигаций выйти на принципиально новый уровень и стать таким же востребованным инструментом реализации различных проектов, как и в западных странах.

Инфраструктурные облигации интересны в первую очередь консервативным институциональным инвесторам, таким как пенсионные фонды и страховые компании, которые выбирают надежные инструменты, направленные на сохранение капитала. Несмотря на то, что данный инструмент существует в России фактически десять лет, он не получил широкого распространения из-за сложностей, связанных с эмиссией. Именно поэтому рынку инфраструктурных облигаций необходимы серьезные преобразования, связанные с изменениями законодательства, увеличением контроля за исполнением обязательств эмитента, созданием инвестиционных пулов для повышения доступности данного инструмента и диверсификации дефолтных рисков.

Библиографический список

1. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 N 39-ФЗ
2. Бонды для инфраструктуры [Электронный ресурс] – Режим доступа:
https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/bondy_dlya_infrastructure_2019_infraone_research.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 20.06.2020.
3. Иллюзия инфраструктурных облигаций. Почему фокус не удался? [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.forbes.ru/finansy-i->

investicii/349401-illyuziya-infrastrukturnyh-obligaciy-pochemu-fokus-ne-udalsya, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 16.06.2020.

4. Инфраструктурные облигации [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://cbonds.ru/glossary/infrastructure-bonds>, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 15.06.2020.

5. Новые инструменты повышения качества проектных облигаций [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fs.moex.com/files/9599>, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 17.06.2020.

6. Облигации ждут инфраструктуры. Ценные бумаги [Электронный ресурс]. – Режим доступа: kommersant.ru/doc/3335875, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 27.06.2020.

7. Облигации: Концессии водоснабжения - Саратов, БО-01 (4B02-01-00409-R, RU000A1018G9, КВС БО-01) [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/636393>, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 27.06.2020.

8. Облигации: СОПФ ФПФ, 01 (4-01-00471-R-001P, RU000A1018M7, СОПФ ФПФ 1) [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/615315>, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 27.06.2020.

9. Облигации: Тверская концессионная компания, 01 (4-01-36510-R-001P, RU000A0JWQP3, ТКК об. 01) [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://cbonds.ru/emissions/issue/239043>, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 27.06.2020.

10. Рейтинговое агентство «АК&М» присвоило облигационному займу ОАО «Главная дорога» кредитный рейтинг по национальной шкале на уровне «А» [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://cbonds.ru/news/item/462446>, свободный. – Загл. с экрана. – Дата обращения 17.06.2020.

Оригинальность 93%