

## ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В РОССИИ КАК ИНСТРУМЕНТ СНИЖЕНИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

© 2014 ТАРACHEВ В. А., ПЕТРИКОВА Е. М.

УДК 330.334:339.172:303.72

### Тарачев В. А., Петрикова Е. М. Инфраструктурные облигации в России как инструмент снижения инфраструктурных ограничений экономического роста

В статье рассматриваются вопросы финансирования инфраструктурных проектов с помощью такого инновационного механизма, как эмиссия инфраструктурных облигаций. В российской теории, законодательстве и практике отсутствует четкое понимание сущности данного процесса. В статье показано, каким образом инфраструктурные ограничения экономического роста могут быть сняты с помощью реализации инвестиционных проектов, финансируемых за счет выпуска инфраструктурных облигаций. Раскрыты понятие «специализированное общество проектного финансирования», механизм подготовки и проведения процедуры эмиссии, схема финансирования инвестиционных проектов с помощью инфраструктурных облигаций и основные направления совершенствования данного процесса.

**Ключевые слова:** инфраструктурные облигации, инфраструктурные ограничения экономического роста, концессионные соглашения, контракты жизненного цикла, государственно-частное партнерство, резервный фонд, фонд национального благосостояния; специальная проектная компания, специализированное общество

Рис.: 3. Табл.: 1. Библ.: 2.

**Тарачев Владимир Александрович** – доктор экономических наук, профессор, профессор, кафедра, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации (Ленинградский проспект, д. 49, Москва, 125993, Россия)

Email: tarachev@yandex.ru

**Петрикова Елена Михайловна** – доктор экономических наук, доцент, доцент, кафедра финансов и цен, Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова (пер. Стремянный, 36, Москва, 117997, Россия)

Email: petrikova@mail.ru

УДК 336.767.3

UDC 336.767.3

### Тарачев В. О., Петрикова О. М. Инфраструктурні облигації в Росії як інструмент зниження інфраструктурних обмежень економічного зростання

У статті розглядаються питання фінансування інфраструктурних проектів за допомогою такого інноваційного механізму, як емісія інфраструктурних облигацій. У російських теорії, законодавстві та практиці відсутнє чітке розуміння сутності даного процесу. В статті показано, яким чином інфраструктурні обмеження економічного зростання можуть бути зняті за допомогою реалізації інвестиційних проектів, що фінансуються за рахунок випуску інфраструктурних облигацій. Розкрито поняття «спеціалізоване суспільство проектного фінансування», механізм підготовки та проведення процедури емісії, схема фінансування інвестиційних проектів за допомогою інфраструктурних облигацій та основні напрямки вдосконалення даного процесу.

**Ключові слова:** інфраструктурні облигації, інфраструктурні обмеження економічного зростання, концесійні угоди, контракти життєвого циклу, державно-приватне партнерство, резервні фонди, фонд національного добробуту; спеціальна проектна компанія; спеціалізоване суспільство

Рис.: 3. Табл.: 1. Библ.: 2.

**Тарачев Володимир Олександрович** – доктор економічних наук, професор, професор, кафедра, Фінансовий університет при Уряді Російської Федерації (Ленінградський проспект, б. 49, Москва, 125993, Росія)

Email: tarachev@yandex.ru

**Петрикова Олена Михайлівна** – доктор економічних наук, доцент, доцент, кафедра фінансів і цін, Російський економічний університет ім. Г. В. Плеханова (пров. Стременний, 36, Москва, 117997, Росія)

Email: petrikova@mail.ru

### Tarachev V. A., Petrikova E. M. Infrastructure Bonds in Russia as a Tool to Reduce Economic Growth Infrastructure Restrictions

The article examines the financing of infrastructure projects using this innovative mechanism, as a means to issue infrastructure bonds. The Russian theory, law and practice there is have no clear understanding of the nature of the process. The article shows how the infrastructure constraints of economic growth can be removed with the help of investment projects financed through the issuance of infrastructure bonds. The concept of "specialized society project financing" mechanism for the preparation and issue of the procedure, the scheme of financing investment projects through infrastructure bonds and the main directions of improving the process.

**Key words:** infrastructure bonds, infrastructure constraints of economic growth, concession agreements, contracts lifecycle, public-private partnership, the Reserve Fund, a sovereign wealth fund; A special project company, specialized project finance company

Pic.: 3. Tabl.: 1. Bibl.: 2.

**Tarachev Vladimir A.** – Doctor of Science (Economics), Professor, Professor, Department, Financial University under the Government of the Russian Federation (Leningradskiy prospekt, d. 49, Moscow, 125993, Russia)

Email: tarachev@yandex.ru

**Petrikova Elena M.** – Doctor of Science (Economics), Associate Professor, Associate Professor, Department of Finance and Prices, Plekhanov Russian University of Economics (per. Stremyanny, 36, Moscow, 117997, Russia)

Email: petrikova@mail.ru

Мировой финансово-экономический кризис 2008 г. создал множество трудностей для банков и инвесторов по финансированию инвестиционных проектов и поиск

ку финансовых ресурсов для реализации проектов. Все это заставило кредиторов пересмотреть принципы своей денежно-кредитной политики, а инициаторов – искать но-

вые источники финансирования проектов на рынке капиталов. Кроме того, указанные процессы стали результатом тенденций, присущих глобальному финансовому рынку в посткризисный период развития:

- 1) повышение емкости и прозрачности финансового рынка, повышение эффективности работы его глобальной рыночной инфраструктуры, резкое ослабление связей финансовых рынков с реальной экономикой;
- 2) укрепление устойчивости мировой финансовой системы путем развития диверсифицированной системы резервных валют и международных финансовых центров, объединяющих глобальный финансовый рынок в режиме «on-line»;
- 3) создание возможности для секьюритизации широкого круга активов и начало формирования современной системы управления рисками, адекватной степени развития финансовых технологий;
- 4) унификация регулирования всех сегментов организованного финансового рынка, формирование системы стимулов к рациональному поведению участников финансового рынка, основанному на сбалансированной оценке рисков и возможностей<sup>1</sup>.

В период спада мировой и российской экономик актуальными стали вопросы поиска новых способов увеличения инвестиций в основной капитал для увеличения темпов экономического роста в Российской Федерации. Однако стимулируя экономический рост, необходимо было соблюсти баланс между долгосрочными и краткосрочными задачами, между созданием благоприятного инвестиционного климата в стране и расширением потребления. В 2012 – 2013 гг. деньги из государственного бюджета обеспечивали около трети всех инвестиций в стране. Сырьевая ориентация российской экономики, замедление темпов роста мировых сырьевых рынков в период спада, сокращение мирового спроса и, как результат, сокращение притока в страну денежных потоков не могут более обеспечивать наращивание бюджетных расходов и интенсивные темпы экономического роста за счет внешнего сектора российской экономики, как было в период роста до кризиса 2008 г.

По итогам за 2013 г. безрадостная динамика инвестиций связана в первую очередь со спадом государственных инвестиций, в то время как частные продолжают расти и по прогнозам экономистов в 2014 г. будут расти быстрее. Прогноз Минэкономразвития по росту инвестиций в 2014 г. – около 4 %, однако, по мнению экономистов, вложения в основной капитал способны расти на 5 – 7 % и обеспечивать экономике естественный для нее рост в 2,5 – 3 %.

Указанные обстоятельства заставляют искать новые способы долгосрочного финансирования промышленности и инфраструктуры с целью модернизации российской экономики. Стоит подчеркнуть, что одна из существенных проблем финансирования инвестиционных проектов в России – это недостаток «длинных» денег. Известно, что для реализации крупных инвестиционных проектов

российским банкам сложно привлечь инвестиции в иностранной валюте из-за высоких валютных рисков, поэтому экономика инфраструктурных проектов прежде всего рублевая. Однако в России нет рублей длиннее 7 лет, все остальное – это инструменты «банковского искусства». В западных странах существуют более длинные финансовые инструменты, позволяющие привлекать в инфраструктуру средства на срок до 30 лет. В российской банковской системе отсутствуют такие пассивы, так как исторически такими пассивами являются пенсионные фонды и страховые компании, которые не способны найти «длинные» деньги в силу своей короткой истории и сравнительно небольших финансовых возможностей (рис. 1).

Кроме того, экономика не может расти и развиваться без инфраструктуры. Если не строить новые инфраструктурные объекты, экономика может не выдержать накладных расходов от использования и содержания устаревшей инфраструктуры. Современные инфраструктурные ограничения экономического роста создают очень большую нагрузку на экономику из-за своей отсталости и неэффективности. По оценке компании InfraONE, Worldbank, UK Partnership, Business Monitor International and Renaissance Capital, ежегодный объем потребности в освоении и модернизации объектов инфраструктуры в 2013 г. составил 60 млрд долларов (причем 60 % из которых не будет удовлетворено), а к 2020 г. эта цифра вырастет до 140 млрд долларов. «В настоящий момент в России финансируется 3 % инфраструктурных объектов из тех, что нам необходимы» [4].

В России кроме того, что необходимо стимулировать создание источников «длинных» денег, также необходимо понижать расходы бизнеса путем повышения производительности труда и эффективности производства. Рост заработной платы бюджетников начал подгонять заработную плату в частном секторе, тем самым снижая рентабельность бизнеса, что, в свою очередь, создает проблемы для привлечения инвесторов. В этих условиях осуществляется активный поиск новых инструментов стимулирования инвестиционной активности в стране для повышения эффективности использования государственных и частных денежных средств и обеспечения наиболее эффективного сочетания интересов государства и бизнеса.

Как известно, около 80 % сделок проектного финансирования осуществляется с участием банков, менее 20 % – путем выпуска проектной компанией облигационных займов. С точки зрения заемщика облигации похожи на займ, но предназначены для небанковского рынка и принимают форму торгуемого инструмента заимствования. Организация, выпускающая их в обращение, соглашается выплачивать держателю стоимость облигации плюс проценты в установленные сроки. Покупателями таких облигаций чаще всего становятся инвесторы (пенсионные компании, страховые компании и т. д.), которые при их покупке закладывают хорошую долгосрочную неизменную доходность без риска для собственного капитала. Несмотря на то, что рынок облигаций проектного финансирования с различными вариантами обеспечения является более узким инструментом, чем банковское кредитование, тем не менее во многих странах мировой экономики именно выпуск инфраструктурных облигаций является одним из немногих эффективных финансовых инструментов, который

<sup>1</sup> Более подробно о тенденциях развития глобального финансового рынка см. в работе Петриковой Е. М. Регулирование платежного баланса и международной инвестиционной позиции России: монография / Е. М. Петрикова. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Плеханова», 2013.

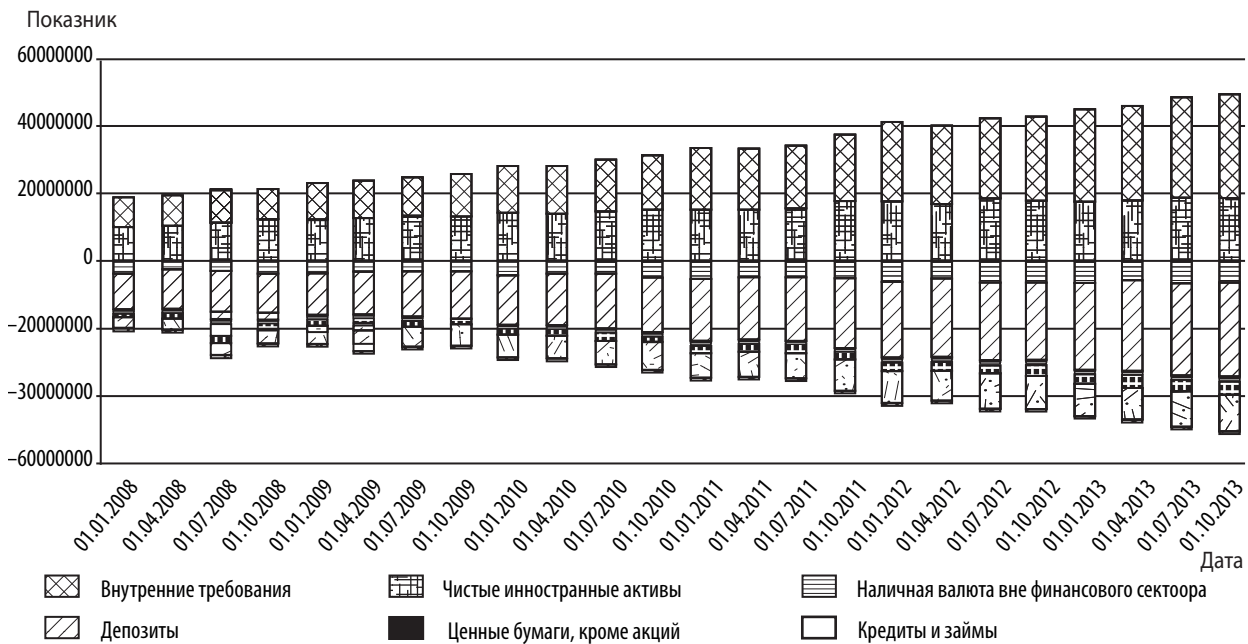


Рис. 1. Источники формирования и направления вложения финансового сектора РФ в 2008 – 2013 гг. по данным Банка России (www.cbr.ru), млн руб.

может быть использован для совершенствования развития финансового рынка и снятия инфраструктурных ограничений экономического роста. Стоит отметить, что в современной структуре российского финансового рынка до недавнего времени отсутствовал такой известный развитым финансовым рынкам инструмент, как инфраструктурная облигация. Более того, в российской теории и практике также отсутствовало четкое понимание механизма осуществления данного процесса, что до сих пор ограничивает возможность привлечения частного капитала при создании и развитии объектов инфраструктуры.

Инфраструктурные облигации позволяют частному капиталу участвовать во взаимовыгодных проектах с государством, снижая бремя последнего по несению расходов на строительство и содержание общественной инфраструктуры для снятия ограничений экономического роста в стране (табл. 1).

Инфраструктурные облигации – это облигации, эмитируемые специальной проектной компанией (SPV – special purpose vehicle) с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания или реконструкции объектов инфраструктуры (автомобильной дороги, порта, железной дороги, аэровокзала, линий электропередач и т.д.), исполнение обязательств по которым обеспечено в размере и порядке, предусмотренном законодательством (рис. 2).

В России существуют законодательные ограничения по инвестированию средств в инфраструктуру общественного пользования<sup>2</sup>. В связи с этим с целью устранения инфраструктурных ограничений экономического роста и одновременно привлечения инвестиций в общественную

инфраструктуру выделяют три основных формы взаимодействия с инвесторами. Во-первых, это взаимодействие с частными инвесторами, во-вторых, с государственными компаниями и корпорациями, и в-третьих, со специализированными обществами проектного финансирования (SPV).

В тоже время в российском законодательстве отсутствует закрепленное определение инфраструктурных облигаций. Инфраструктурные облигации с точки зрения российского законодательства до недавнего времени представляли собой корпоративные облигации, выпускаемые эмитентом-концессионером с целью привлечения финансирования для реализации концессионного соглашения (строительство или реконструкция объектов инфраструктуры). Выплата процентного (купонного) дохода по инфраструктурным облигациям обеспечивается доходом эмитента-концессионера от эксплуатации инфраструктурного объекта, т. е. будущим денежным потоком. Кроме того, российское законодательство предусматривает только такие формы обеспечения облигаций, как залог недвижимого имущества или ценных бумаг, государственная или муниципальная гарантия и поручительство.

Итак, правоотношения, возникающие в связи с выпуском, обращением и погашением инфраструктурных облигаций, регулируются Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. и Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1996 г. Отношения, возникающие в связи с подготовкой, заключением, исполнением и прекращением концессионных соглашений, установлением гарантий прав и законных интересов сторон концессионного соглашения, регулируются Федеральным законом «О концессионных соглашениях» № 115-ФЗ от 21 июля 2005 г.

Согласно п. 13 ст. 3 Закона о концессиях порядок и условия принятия расходов на создание (реконструкцию) или использование (эксплуатацию) объекта концессионного соглашения, предоставления концессионеру государ-

<sup>2</sup> Более подробно см. в статье Петрикова Е. М., Корзина Е. А. «Возможности региональных и местных бюджетов по реализации механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП)». // Финансы и Кредит, 2011, № 25 (457).

Таблица 1

Сравнение привлекательности выпуска инфраструктурных облигаций для государства и бизнеса

Привлекательность выпуска и размещения инфраструктурных облигаций для бизнеса:	Привлекательность выпуска и размещения инфраструктурных облигаций для государства:
<ul style="list-style-type: none"> <li>• доступ к традиционно государственной сфере и зачастую прямая гос. поддержка проекта или гос. участие;</li> <li>• разделение рисков проекта между государством и частными инвесторами;</li> <li>• обеспечение эффективного управления реализацией проекта и сокращение гос. расходов на эксплуатацию объектов инфраструктуры;</li> <li>• возможность долговременного размещения инвестиций под гос. гарантии;</li> <li>• привлечение современных, высокоэффективных технологий в развитие инфраструктуры;</li> <li>• улучшение бизнес-культуры</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• решение проблем развития инфраструктуры, энергетики, ЖКХ и т. д.;</li> <li>• снижение бюджетных затрат и рисков за счет привлечения частных партнеров и их средств;</li> <li>• повышение качества и эффективности работ и услуг благодаря повышению уровня конкуренции, снижению тарифов;</li> <li>• увеличение поступлений от налогов и других выплат в бюджеты всех уровней;</li> <li>• повышение инвестиционной и инновационной активности;</li> <li>• укрепление социальной стабильности</li> </ul>

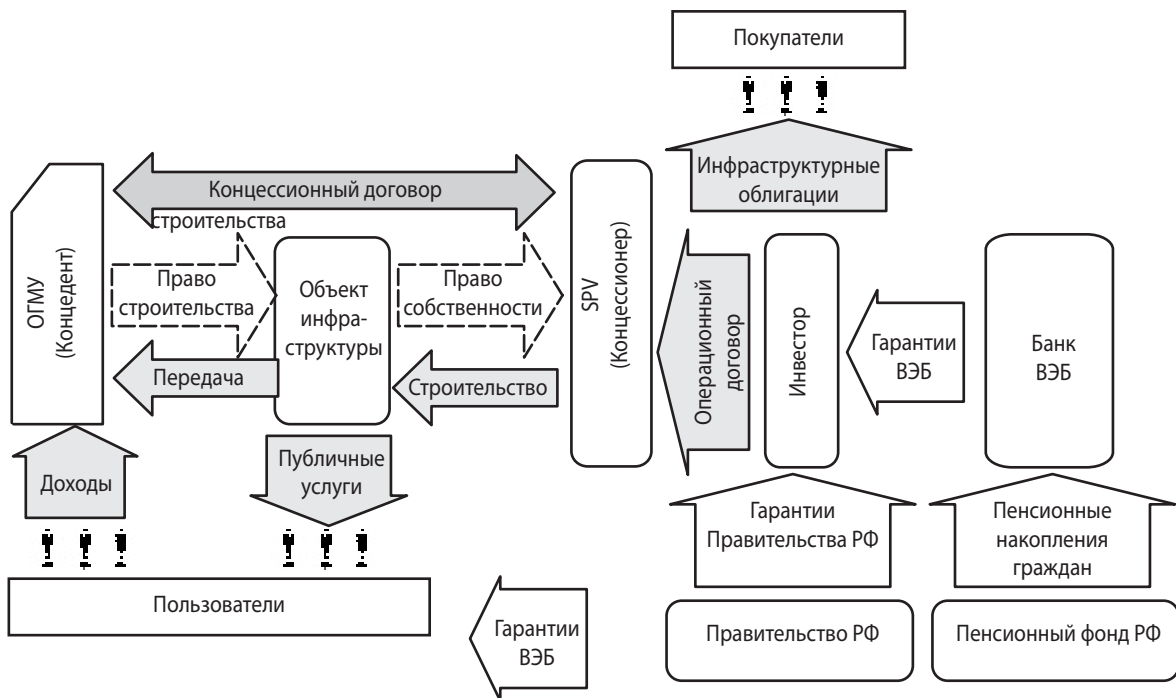


Рис. 2. Организационная схема выпуска инфраструктурных облигаций

ственных или муниципальных гарантий в рамках концессионного соглашения установлен ст. 115 Бюджетного кодекса РФ № 145-ФЗ от 31 июля 1998 г. Концедент вправе предоставлять концессионеру государственные или муниципальные гарантии, размер которых, порядок и условия предоставления должны быть указаны в решении о заключении концессионного соглашения, в конкурсной документации, в концессионном соглашении. Возможность выдачи гарантий РФ, субъектов РФ или муниципальных образований по обязательствам третьих лиц, возникших в результате осуществления ими эмиссии облигаций, регулируется ст. 27.5 Закона «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. и ст. 15 Закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г. Решение об обеспечении исполнения обязательств по ценным бумагам

третьих лиц принимается органом исполнительной власти соответствующего уровня в каждом конкретном случае.

Однако предусмотренное Федеральным законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г. правило о праве регресса, а также требование ст. 115 Бюджетного кодекса РФ № 145-ФЗ от 31 июля 1998 г. и ст. 329 Гражданского кодекса № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. об обязательном наличии у принципала обеспечения по выдаваемой государственной гарантии является ключевым фактором, сдерживающим использование государственных гарантий для целей формирования инфраструктурных облигаций, как инструмента финансового рынка. Это связано с тем, что не каждый из предполагаемых эмитентов инфраструктурных облигаций сможет удовлетворять требованию о наличии обеспечения по представляемым

государством гарантиям. В качестве обеспечения по таким облигациям предоставляются поступления (доходы) от эксплуатации инфраструктурного объекта. Имущество публичного образования, как правило, не обеспечивает обязательства по облигациям, обеспеченным поступлениями. Кроме того, в Законе о концессиях установлен запрет на передачу концессионером в залог своих имущественных прав по концессионному соглашению.

Аналогичная ситуация складывается по государственной гарантии, выданной Правительством регионального уровня власти России. Как известно, период среднесрочного планирования ограничен в рамках бюджетного законодательства тремя годами, а соответственно ограничен и период, на который предоставляется государственная гарантия региона.

В соответствии с действующим законодательством пенсионные фонды и управляющие компании, осуществляющие инвестирование средств негосударственных пенсионных фондов, государственная управляющая компания (Постановление Правительства РФ «Об утверждении инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании» № 540 от 1 сентября 2003 г.) вправе вкладывать средства фондов только в облигации российских эмитентов, обращающиеся на организованных торгах, а также при их размещении при условии присвоения эмитенту облигаций рейтинга долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в валюте РФ или в иностранной валюте одним из международных рейтинговых агентств Fitch Ratings, Standard & Poor's, Moody's Investors Service на уровне не ниже суверенного рейтинга России по обязательствам в валюте РФ или в иностранной валюте. Таким образом, инфраструктурные облигации имели право выпускать только эмитенты, либо которые обладали государственной гарантией Российской Федерации, либо у которых имелся кредитный рейтинг не ниже суверенного рейтинга РФ (по оценке Standard & Poor's кредитный рейтинг в настоящее время равен «BBB-» в рублях и «BBB» в долларах).

Ситуация немного изменилась в связи с принятием в конце 2013 г. Федерального закона № 379-ФЗ от 21 декабря 2013 г. «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который в законодательство о рынке ценных бумаг с 1 июля 2014 г. вводит такое понятие как «специализированное общество проектного финансирования» (аналог зарубежного SPV). Под обществом проектного финансирования понимают компанию, созданную с целью обеспечения дополнительных гарантий как инвесторам, так и бенефициарам в процессе осуществления финансирования инвестиционных проектов за счет эмиссии облигаций, обеспеченных активами от приобретения долговых обязательств по проекту.

Специализированное общество проектного финансирования представляет собой общество, создаваемое в соответствии с действующим законодательством о хозяйственных обществах (Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1996 г. и Федеральным законом от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»), обладающее специальной правоспособностью и максимально защищенное от процедуры банкротства и добровольной

ликвидации, целью и предметом деятельности которого является финансирование долгосрочного инвестиционного проекта (на срок более трех лет) путем:

- приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией или при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ;
- приобретения иного имущества, необходимого для реализации проекта или связанного с его реализацией;
- осуществления эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества.
- Для специализированного общества проектного финансирования вводится новое понятие «общее собрание владельцев облигаций», в компетенцию которого входит принятие решения:
  - о добровольной ликвидации, банкротстве, замене специализированного общества-эмитента облигаций,
  - по одобрению сделок (в случаях, предусмотренных уставом),
  - не избирать совет директоров и (или) ревизионную комиссию.

Кроме того, с целью обеспечения интересов владельцев облигаций специализированное общество становится защищено от банкротства путем ограничения круга лиц, обладающих правом инициировать процедуру банкротства, до общего собрания владельцев облигаций. Уставом специализированного общества проектного финансирования могут быть также предусмотрены дополнительные ограничения правоспособности общества, например, перечень сделок, совершение которых допускается только с согласия общего собрания владельцев облигаций, а также случаи и условия, не предусмотренные действующим законодательством, при которых выплата дивидендов не допускается.

Вводятся некоторые ограничения в отношении специализированного общества проектного финансирования: его учредителем не может выступать юридическое лицо, зарегистрированное на территории государства, включенного в «черный список» Министерства финансов РФ, оплата акций / долей в уставном капитале должна производиться только денежными средствами, при этом общество не вправе производить уменьшение уставного капитала, а добровольная ликвидация специализированного общества возможна лишь с согласия общего собрания владельцев облигаций и т. д.

Одним из основных способов привлечения финансирования специализированным обществом проектного финансирования является эмиссия облигаций с залоговым обеспечением, которые могут стать серьезной альтернативой более распространенным способам привлечения частного финансирования в проекты государственно-частного партнерства. С 1 июля 2014 г. в соответствии со статьей 27.3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» предмет залога расширяется путем включения в этот список облигаций с залоговым обеспечением, которые могут быть

представлены в виде бездокументарных ценных бумаг, бездвиженных документарных ценных бумаг, недвижимого имущества и денежных требований по обязательствам, в том числе денежные требования, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств. При этом изменение предмета залога по уже эмитированным облигациям станет возможно в том случае, если условия и порядок такой замены были предусмотрены условиями выпуска этих облигаций.

Ключевые изменения в отношении эмиссии облигаций с обеспечением:

- денежные требования, обеспечивающие выплату по облигациям, по общему правилу не должны находиться в обременении;
- денежные суммы, полученные от исполнения денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, должны зачисляться на залоговый счет;
- эмитент облигаций вправе без согласия владельцев облигаций за счет средств, находящихся на залоговом счете, приобретать денежные требования, аналогичные указанным в условиях выпуска таких облигаций;
- эмитент вправе в условиях выпуска облигаций установить очередность исполнения обязательств по облигациям разных выпусков при исполнении обязательств за счет предоставленного обеспечения (например, при досрочном погашении облигаций).

В результате рассматриваемых нововведений возвратность облигационных займов напрямую связана со способностью инвестиционного проекта генерировать доход, так как облигации обеспечиваются правами, принадлежащими самому обществу проектного финансирования. Эмитентом облигаций в этом случае является не частный партнер, а само специализированное общество, поэтому возврат облигационного займа не обременен дополнительными долговыми обязательствами частного партнера или правами третьих лиц. Частные партнеры в этом случае освобождаются от дополнительной долговой нагрузки, в связи с чем предполагается, что интерес инвесторов к применению данного механизма будет высоким.

Механизм выпуска облигаций, обеспеченных денежными требованиями, наиболее оптимален для инвестиционных проектов, в которых заранее определен потребитель услуг. Таких как, например, концессионный договор, когда получение будущих платежей с потребителей товаров, работ, услуг исходя из установленных (согласованных) тарифов позволит определить объем генерируемого дохода, который будет являться обеспечением, исходя из объема предполагаемых денежных требований.

Поэтапная схема инфраструктурного облигационного займа, соответственно, может быть представлена следующим образом (рис. 3):

- создание специального юридического лица с целью участия в конкурсе на заключение концессионного соглашения;
- участие в конкурсе на заключение концессионного соглашения;
- заключение концессионного соглашения;

- размещение инфраструктурных облигаций со сроком обращения не менее срока строительства и последующего периода окупаемости проекта;
- направление денежных средств, полученных от размещения инфраструктурных облигаций, на строительство, реконструкцию инфраструктурного объекта;
- государственная приемка инфраструктурного проекта;
- сбор платежей от пользователей реконструированного или законченного строительства объекта и направление денежных средств на выплаты облигационерам по погашению номинальной стоимости и накопленного купонного дохода по облигациям.

Как известно, обособление активов инфраструктурного проекта в специально создаваемой компании проектного финансирования от остального имущества инвестора-спонсора сделки необходимо для защиты проекта от риска банкротства всего бизнеса собственника-инвестора. Этот механизм позволяет собственникам собственного капитала проводить мониторинг собственной операционной эффективности, отдельной от инвестиционного проекта, под который выпускают инфраструктурные облигации. В тоже время аналогичная заинтересованность имеется и у кредиторов. Известно, что чаще всего финансирование инфраструктурного проекта реализуется с помощью банковского финансирования на принципах проектного финансирования. В связи с этим для кредитора интересно, чтобы обособляемая проектная компания, которая будет выполнять функцию эмитента инфраструктурных облигаций, была защищена от банкротства и имела как исключительный предмет деятельности (для минимизации неправомерного распоряжения проектной компанией имуществом, включенным в инфраструктурный проект), изменение которого возможно только с согласия кредиторов проекта, так и ограниченный и понятный возможным инвестором круг сделок.

Кредиторы общества проектного финансирования, в том числе держатели облигаций, будут иметь возможность оспаривать сделки, совершенные этим обществом в противоречии с целями и предметом деятельности, что гарантирует целевой характер предоставляемого заемного финансирования. В связи с этим специальный правовой статус общества также является дополнительной гарантией соблюдения интересов инвесторов и кредиторов.

Несмотря на то, что инфраструктурные проекты скорой прибылью не приносят, тем не менее, существующий спрос на устранение инфраструктурных ограничений экономического роста со стороны экономики, а также имеющийся серьезный недостаток в «длинных» деньгах для реализации инвестиционных проектов, заставляют органы государственной власти вместе с бизнесом активнее привлекать финансовый рынок для развития инфраструктуры.

Иностранные государства принимают все возможные меры для стимулирования развития облигационного финансирования концессионеров, в том числе путем:

- предоставления налоговых льгот владельцам облигаций в форме льгот по налогу на доходы физических или юридических лиц;
- предоставления налоговых льгот концессионеру;

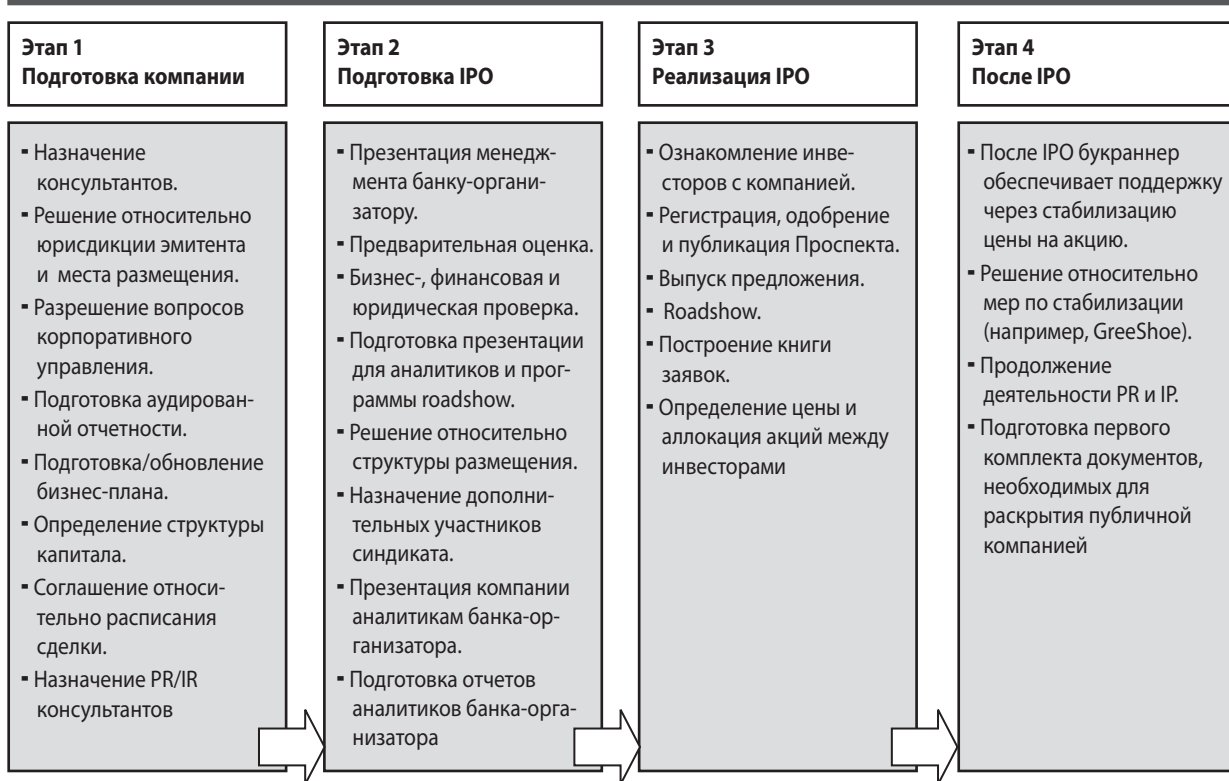


Рис. 3. Этапы подготовки первичного размещения инфраструктурных облигаций

- предоставления государственных гарантий по денежным обязательствам концессионера перед владельцами инфраструктурных облигаций;
- путем введения на законодательном уровне моратория на предъявление облигаций к выкупу или досрочному погашению, обеспечением следования которому является неприменение налоговых льгот к владельцам облигаций, в собственности которых облигации находились менее установленного законом срока;
- предоставление возможности залога облигаций в качестве обеспечения по кредиту, предоставляемому государственным банком, в целях привлечения кредитных организаций как инвесторов.

Инфраструктурные облигации получили широкое применение в ряде стран, таких как США, Австралия, Чили, Индия и т. д.

В США эмитентом облигаций чаще всего являются органы государственной власти разных уровней, распространена практика выпуска муниципальных инфраструктурных облигаций. Муниципальные займы относятся к числу наиболее надежных финансовых инструментов, держателями которых являются взаимные фонды, страховые компании и банки. Муниципальные облигации бывают двух видов: облигации, обеспеченные доходами от проектов, и облигации общего покрытия. Обеспечением муниципальных облигаций служат платежи потребителей за пользование объектов инфраструктуры. Базовым активом являются доходы от реализации проекта, которые могут быть застрахованы в банке, гарантом по которым выступает Правительство.

В Австралии основным эмитентом инфраструктурных облигаций выступает правительство. Кроме того, около 5 – 10% инвестиционного портфеля любого пенсионного фонда Австралии приходится на инвестиции в инфраструктуру. Инфраструктурные заимствования осуществляются в форме прямых заимствований; предоставления кредита; рефинансирования. Законодательным ограничением оборота инфраструктурных облигаций выступает четко обозначенный список объектов, которые считаются инфраструктурными (наземный и воздушный транспорт, объекты электрогенерации, электроснабжения, газоснабжения, водоснабжения, канализационные и водоочистные сооружения) и за использование которых с населения взимается плата.

В Чили активы пенсионных фондов через выпуск инфраструктурных облигаций вкладываются в конкретные проекты по строительству объектов ЖКХ, аэропортов, дорог, сетей и т. д., эмитентом которых выступает концессионер. Эти концессии в Чили получили высокие кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств.

Эмитентами инфраструктурных облигаций в Индии выступают в основном банки. В этой стране распространены инфраструктурные облигации двух видов «налогосберегающие облигации» (позволяют получить вычет из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль в размере 20 % от вложенной суммы) и облигации регулярного дохода (пенсионные облигации, образовательные облигации, доходоприумножающие облигации и т. д.). Под инфраструктурные индийские облигации (а также под их залог) банки предоставляют инвесторам кредиты. Размер кредита под залог инфраструктурных облигаций зависит от экономи-

ческих 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. В целом держатель индийских инфраструктурных облигаций не застрахован от неполучения вложенных в эти облигации средств.

В европейских странах привлечение крупных иностранных инвесторов к строительству объектов инфраструктуры реализуется с помощью выпуска гарантированных облигаций. Они получают путем инкорпорации небольших облигаций в одну крупную ценную бумагу, которая затем продается инвестору. Облигации, входящие в состав гарантированных инфраструктурных облигаций, остаются у банков на балансе, что обеспечивает их надежность.

Кроме того, в международной практике для привлечения большего числа инвесторов используют технику финансирования, когда один инфраструктурный проект финансируется на рынке ценных бумаг путем выпуска облигаций с разными правами (траншами). При этом один с большим приоритетом – старший выпуск, а другие с меньшим приоритетом относительно удовлетворения требований за счет выручки и имущества инфраструктурного проекта – младший выпуск. С учетом возможности выпуска нескольких субординированных между собой траншей в Европейском Союзе принято решение: государственная поддержка будет предоставляться только по младшему выпуску облигаций, что приводит к повышению кредитного качества старшего транша, который в таком случае может получить высокий уровень кредитного рейтинга без государственной поддержки».

В западной практике применяются следующие способы обеспечения исполнения эмитентом обязательств по инфраструктурным облигациям:

- аккредитив первоклассного банка,
- формирование резерва;
- государственная или муниципальная гарантия;
- страхование риска ответственности за неисполнение обязательств;
- залог прав требования по концессионному соглашению;
- залог прав требования поступлений от пользователей инфраструктурным объектом (доход от эксплуатации законченного строительством или реконструированного инфраструктурного объекта);
- аккумуляция денежных средств, полученных в ходе облигационного займа, на специальном доверительном счете доверителя (институт «trustee» и «escrow account»);
- залог денежных средств, размещенных на депозите, в размере поступлений от эксплуатации инфраструктурного объекта и (или) полученных от размещения облигаций в объеме, достаточном для обеспечения исполнения обязательств эмитента по облигациям в текущем году;
- уступка прав требований в пользу владельца облигаций по договорам эмитента-концессионера;
- непосредственный контроль регулятора (органа государственной власти) за размещением и ис-

полнением обязательств по инфраструктурным облигациям;

- залог недвижимого имущества;
- уступка прав требований по договорам с пользователями инфраструктурного объекта;
- хеджирование валютных рисков и пр.

Очевидно, что во всех странах по-разному решается вопрос обеспечения интересов инвесторов и распределения рисков дефолта эмитента инфраструктурных облигаций. Но постепенно западный опыт распространяется и на российский финансовый рынок. За последние годы было запущено три проекта по строительству платных автодорог с использованием финансирования инфраструктурных облигаций:

- западный скоростной диаметр в Санкт-Петербурге (концессионер ОАО «ЗСД», контролируется Правительством г. Санкт-Петербурга);
- участок «15–58 км» трассы Санкт-Петербург и Москва, дублер существующей М10 (концессионер ООО «Северо-Западная концессионная компания», ее акционеры – французская Vinci и «Н-Транс»);
- дублер М-1 «Беларусь» Москва-Минск (инвестор ОАО «Главная дорога»).

Кроме того, ОАО «РЖД» выпустило инфраструктурные облигации различных типов (10-летние, 15-летние, 20-летние и 30-летние) на сумму более 100 млрд руб. по ставке инфляция плюс 1 %, которые полностью выкупил Внешэкономбанк за счет пенсионных накоплений граждан. Еще около 140 млрд руб. средств пенсионных накоплений было вложено российским банком развития в покупку облигаций с госгарантией ОАО «Агентство по ипотечному и жилищному кредитованию (АИЖК)» и облигаций эмитентов с рейтингом не ниже суверенного ОАО «ОПК Оборонпром», ОАО «Роснано».

Применение механизма инфраструктурных облигаций в российской практике как государственных, так и частных структур для формирования внутреннего рынка инструментов финансирования инфраструктурных проектов назрело давно, однако этот процесс протекает медленно и сложно. В конце 2012 г. Правительство РФ разрешило Внешэкономбанку инвестировать пенсионные накопления в инфраструктурные облигации, под управлением которого в настоящее время находятся уже более чем 1,5 триллиона рублей. В середине 2013 г. на Петербургском экономическом форуме Президент страны озвучил решение инвестировать 40 % Фонда национального благосостояния в инфраструктурные проекты для снятия ограничений экономического роста. И уже в конце года было принято Постановление Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 990 «О порядке размещения средств Фонда национального благосостояния в ценные бумаги российских эмитентов, связанные с реализацией самокупаемых инфраструктурных проектов» и был утвержден распоряжением Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 2044-р перечень проектов, получивших положительное заключение по результатам оценки целесообразности финансирования инвестиционных проектов за счет средств Фонда национального благосостояния и (или) пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении государственной управляющей компании.



Инвестирование средств Фонда национального благосостояния с помощью выпуска инфраструктурных облигаций допускается исключительно при первичном размещении ценных бумаг, а требования к финансовым активам, в которые могут размещаться средства ФНБ, утверждены Постановлением Правительства РФ от 19 января 2008 г. № 18.

Предполагается, что по 150 млрд руб. из средств Фонда национального благосостояния (в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 5 ноября 2013 г. № 2044-р) государство вложит в облигации, выпускаемые:

Государственной корпорацией «Российские автомобильные дороги» для финансирования строительства Центральной кольцевой автомобильной дороги (ЦКАД) в Московской области с минимальной доходностью инвестирования инфляция плюс 1 % (выплата купонного дохода по облигациям будет осуществляться после завершения строительства ЦКАД, начиная с 2022 г.);

ОАО «Российские железные дороги» для модернизации железнодорожной инфраструктуры Байкало-Амурской и Транссибирской железнодорожной магистралей (БАМ и Транссиб) с развитием пропускных и провозных способностей с минимальной доходностью 2–3 % начиная с шестого года реализации проекта.

Стоимость строительства ЦКАД оценивается примерно в 300–325 млрд руб. (в том числе 50 % – из средств ФНБ за счет выпуска инфраструктурных облигаций, 25 % – за счет заемного финансирования и 25 % – за счет частных инвесторов). Общая протяженность кольцевой автодороги составит около 530 километров и будет иметь ширину до 3–4 полос в каждую сторону. Дорога будет проходить в обход крупных населенных пунктов, а при пересечении с федеральными и региональными трассами планируется сооружение многоуровневых транспортных развязок. Размер средневзвешенного тарифа при проезде с предельной расчетной скоростью до 140 км. в час будет составлять около 2 руб. 32 коп. за км? и плата за проезд будет варьироваться в зависимости от времени суток и вида транспорта.

Общая стоимость модернизации магистралей БАМа и Транссиба составит около 560 млрд руб., из них на БАМ будет потрачено 360 млрд руб., 200 млрд руб. – на Транссиб (в том числе 27 % будет профинансировано из средств ФНБ за счет выпуска инфраструктурных облигаций, около 53 % за счет собственных средств РЖД, а остальные 20 % монополия рассчитывает получить из бюджета), при сроке окупаемости более 50 лет. Модернизация увеличит пропускную способность этих магистралей к 2020 г. до 50 млн тонн в год (сейчас она около 16–18 млн тонн в год).

Все это, по нашему мнению, в связи с ограниченной емкостью азиатских рынков, находящихся под влиянием главным образом Гонконгских и Сингапурских площадок, и вводимыми ограничениями и санкциями Запада для российского капитала, формирует хороший базис для дальнейшего совершенствования инфраструктурных бондов как рыночного инструмента и формирования внутреннего российского рынка инструментов финансирования инфраструктурных проектов.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Бер Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бер; [пер. с нем. Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов]. – М. : Волтерс Клувер, 2006.
2. Лимитовский М. А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках : [учеб.-практич. пособие] / М. А. Лимитовский. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2011.
3. Петрикова Е. М. Регулирование платежного баланса и международной инвестиционной позиции России : [монография] / Е. М. Петрикова. – М. : ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Плеханова», 2013.
4. Виньков. А. Пошли купаться в голубом океане / А. Виньков, Д. Сиваков // Эксперт. – 2013. – № 17 – 18 (849).
5. Петрикова Е. М. Возможности региональных и местных бюджетов по реализации механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП) / Е. М. Петрикова, Е. А. Корзина // Финансы и Кредит. – 2011. – № 25 (457).

## REFERENCES

- Ber, Kh. P. Sekiurizatsiia aktivov: sekiurizatsiia finansovykh aktivov – innovatsionnaia tekhnika finansirovaniia bankov [Asset securitization: securitization of financial assets - innovative technology financing banks]. Moscow: Volters Kluver, 2006.
- Limitovskiy, M. A. Investitsionnye proekty i realnye opsiyny na razvivaiushchikhsia rynkakh [Investment projects and real options in emerging markets]. Moscow: Yurayt, 2011.
- Petrikova, E. M. Regulirovanie platezhnogo balansa i mezh-dunarodnoy investitsionnoy pozitsii Rossii [Regulation of the balance of payments and international investment position of Russia]. Moscow: FGBOU VPO «REU im. Plekhanova», 2013.
- Petrikova, E. M., and Korzina, E. A. "Vozmozhnosti regionalnykh i mestnykh biudzhetrov po realizatsii mekhanizmov gosudarstvenno-chastnogo partnerstva (GChP)" [The capacity of regional and local budgets for the implementation of public-private partnership (PPP)]. *Finansy i Kredit*, no. 25 (457) (2011).
- Vinkov, A., and Sivakov, D. "Poshli kupatsia v golubom okeane" [Went swimming in the blue ocean]. *Ekspert*, no. 17-18 (849) (2013).