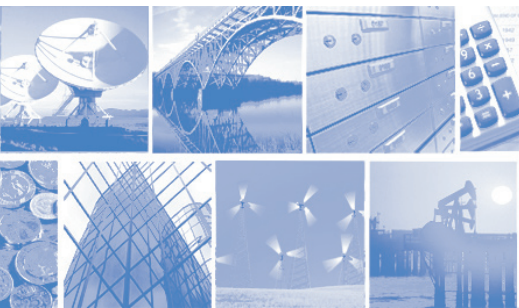


# Инфраструктурные и Квазиинфраструктурные облигации: НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ реализации инфраструктурных проектов



В условиях дефицита ликвидности, когда классические формы финансирования не доступны или не выгодны, все более актуальным становится поиск альтернативных источников финансирования. Одним из таких источников являются квазиинфраструктурные и инфраструктурные облигации. Тренд на привлечение «длинных» и дешевых инвестиций в инфраструктуру начал формироваться давно и приобрел особую актуальность в период кризиса.

**Квазиинфраструктурные облигации: актуальный инструмент финансирования**

**Инфраструктурные облигации: потенциал использования**

**Нормативное регулирование: нужен ли специальный закон?**

**Государственные гарантии – императив или опция?**

Консервативные инвесторы (негосударственные пенсионные фонды, страховые компании), сформировавшие существенные запасы резервных средств и при этом имеющие серьезные нормативные ограничения по распределению свободных активов, оказались лишены традиционных источников вложения на фондовом рынке.

**По состоянию на конец 2008 г. стоимость пенсионных резервов, находящихся в доверительном управлении управляющих компаний, составляла, по данным ФСФР России, порядка 430 млрд руб.**

*Источник*

[http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob\\_no=194538](http://www.fcsm.ru/catalog.asp?ob_no=194538)

С другой стороны, в условиях бюджетного дефицита и выросших ставок по кредитам большинство проектов федерального и регионального уровня фактически оказались замороженными, а число start-up проектов значительно сократилось.

В сложившихся условиях институт квазиинфраструктурных и инфраструктурных облигаций является перспективным инструментом финансирования инвестиционных проектов. К сожалению, сегодня, во многом благодаря российским СМИ, любые выпущенные монополиями корпоративные облигации в медийном пространстве называются инфраструктурными облигациями. Связано это с тем, что все монополии являются инфраструктурными. Подобная необоснованная подмена понятий ограничивает интерес к данному инструменту как со стороны потенциальных эмитентов, так и со стороны инвесторов.

Реализация пилотных проектов с использованием квазиинфраструктурных облигаций показала, что применение этого инструмента не является исключительной прерогативой крупнейших естественных монополий. Уже сейчас можно говорить, что финансирование инвестиционных проектов с использованием квазиинфраструктурных облигаций востребовано как на уровне федеральных проектов (в частности, в транспортной сфере), так на уровне региональных проектов в различных отраслях.

Каков потенциал использования квазиинфраструктурных и инфраструктурных облигаций? Региональные инфраструктурные объекты являются сегодня наиболее привлекательными для участия в них инвесторов и финансовых спонсоров в самых различных сферах, а также с использованием описываемого института, включая:

- объекты транспортной инфраструктуры (автомобильная и железнодорожная инфраструктура, морские и речные порты, аэропортовая инфраструктура);
- объекты жилищно-коммунального хозяйства (водо-, тепло-, газо- и энергоснабжение, водоотведение, очистка сточных вод, переработка и утилизация (захоронение) бытовых отходов, освещение территорий, благоустройство территорий, и т.д.);
- объекты энергетической инфраструктуры (трубопроводный транспорт, производство, передача и распределение электрической и тепловой энергии, объекты нефтепереработки и нефтехимии);
- социальная инфраструктура (объекты здравоохранения, образования, культуры и спорта, туристическая инфраструктура).

Как видим, использование квазиинфраструктурных облигаций в качестве инструмента инвестирования возможно практически в любом инфраструктурном проекте с длительным сроком окупаемости и низкой доходностью, но со стабильным денежным потоком и участием государства в данном проекте.

Помимо реализации пилотных проектов в настоящее время ведется активная работа по развитию института квазиинфраструктурных облигаций, в частности по разработке специального закона, регулирующего обращение уже «настоящих» инфраструктурных облигаций.

В данном обзоре мы рассматриваем инфраструктурные и квазиинфраструктурные облигации как инструмент привлечения дополнительного финансирования инвестиционных проектов, их эффективность в реалиях российского бизнеса, а также то, какие действия предпринимаются государством для регулирования отношений между эмитентом, инвестором и государством на рынке инфраструктурных облигаций.

### Квазиинфраструктурные облигации: актуальный инструмент финансирования

Возможности реализации инфраструктурных проектов с привлечением средств институциональных инвесторов сегодня можно рассматривать в двух основных направлениях:

1. Реализация инвестиционных проектов через выпуск «квазиинфраструктурных» облигаций в рамках действующего законодательства о рынке ценных бумаг.
2. Привлечение инвестиций в инфраструктурные проекты в рамках разрабатываемого рядом федеральных ведомств, в первую очередь Федеральной службой по финансовым рынкам (далее – ФСФР РФ), проекта закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций».

В декабре 2008 г. ФСФР России издала приказ, целью которого было облегчение процедур и ускорение реализации инфраструктурных проектов с использованием средств консервативных инвесторов<sup>1</sup>. В соответствии с приказом, облигации, обеспеченные государственной гарантией и/или поручительством РФ или банковской гарантией Внешэкономбанка, а также облигации, выпущенные эмитентом-концессионером, включаются в высшие котировальные списки без соблюдения ряда обязательных требований.

Упомянутый приказ позволил на практике реализовывать проекты с использованием квазиинфраструктурных облигаций. При этом действующие правила листинга, а также нормы концессионного и гражданского законодательства позволяют в рамках концессионных конкурсов структурировать так называемые LCC – Life Cycle Contracts (контракты жизненного цикла), а также сервисные контракты и иные модели проектного финансирования, в том числе с государственным плечом. Это существенно расширяет возможности инициаторов проектов и инвесторов. Рыночный потенциал подобных проектов огромен, поскольку большинство проектов получают поддержку публичного субъекта в форме гарантий, рыночных тарифов, оплаты сервисных услуг.

<sup>1</sup> Приказ от 23.12.2008г. № 08-59/пз-н «О внесении изменений в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 01.09.2007 № 07-102/ПЗ-Н»



**Схема 1. Реализация концессионного проекта с использованием квазиинфраструктурных облигаций**

Для получения институциональных инвестиций эмитенту требуется наличие финансово-экономической и организационно-правовой схемы реализации проекта на стадии от start-up до проведения конкурса и заключения проектного соглашения.

Под организационно-правовой схемой понимается концессия, контракт жизненного цикла, сервисный контракт, инвестиционная аренда и прочие существующие схемы реализации инфраструктурных проектов.

#### Эмитент – проектная компания, реализующая на принципах государственно-частного партнерства инфраструктурный проект федерального или регионального уровня

В настоящее время бизнес располагает правовыми возможностями для ограниченного введения в обращение квазиинфраструктурных облигаций, в том числе по концессионным и квазиконцессионным проектам, которые связаны с созданием/реконструкцией инфраструктурных объектов. Кроме того, приказом ФСФР России уже созданы правовые основания для ограниченного введения в обращение таких облигаций. Эти облигации принято называть квазиинфраструктурными, поскольку само по себе понятие инфраструктурной облигации законодательно еще не закреплено.

Таким образом, институт квазиинфраструктурных облигаций даже в существующих ограниченных нормативно условиях позволяет структурировать инвестиционные проекты в различных отраслях.

## Инфраструктурные облигации: потенциал использования

Концепция развития института инфраструктурных облигаций предусматривает нормативное закрепление данного инструмента, а также расширение возможностей по его использованию в соответствии со сложившейся мировой практикой.

Потенциал применения инфраструктурных облигаций основан на расширении возможных финансово-экономических и организационно-правовых моделей структурирования инфраструктурных проектов как на федеральном, так и на региональном (а в перспективе на муниципальном) уровнях.



**Схема 2. Реализация контракта жизненного цикла с использованием инфраструктурных облигаций**

Концепция федерального закона об инфраструктурных облигациях трактует их как облигации, выпускаемые специальной проектной компанией, которые имеют целевое назначение (создание и/или реконструкция объекта инфраструктуры), обеспечиваются полностью или частично государственной (муниципальной) гарантией и/или залогом будущих денежных требований, состоящих из предполагаемых доходов либо денежных поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры.

Основными особенностями инфраструктурных облигаций являются:

- использование средств, полученных от размещения инфраструктурных облигаций, для реализации долгосрочных инфраструктурных проектов (автомобильные и железные дороги,

порты, аэропорты, линии электропередач, объекты ЖКХ и иные);

- обеспечение возврата инвестиций за счет доходов от эксплуатации инфраструктурного объекта. Например, в рамках реализации соглашений между государством или местными органами власти и компанией-эмитентом;
- долгосрочный период обращения инфраструктурных облигаций, привязанный к сроку строительства (реконструкции) инфраструктурного объекта и к периоду его эксплуатации (жизненному циклу), в среднем составляющий 10–25 лет;
- возможность обеспечения облигационного выпуска государственными гарантиями, страхованием рисков, банковскими гарантиями и поручительствами, а также иными гарантиями.

## Нормативное регулирование: нужен ли специальный закон?

В настоящее время рядом ведомств разрабатывается проект закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций». Цель закона – расширить возможности консервативных инвесторов по вложению средств в инфраструктурные проекты.

Необходимость издания отдельного нормативного акта по инфраструктурным облигациям и его жизнеспособность являются предметом многочисленных дискуссий. Это же подтверждают потенциальные эмитенты, инвесторы, банки и регуляторы в процессе обсуждения темы инфраструктурных облигаций со специалистами АБ «Вегас-Лекс».

Респонденты также сходятся во мнении, что в России нужно создавать институт, позволяющий финансировать инфраструктурные проекты с малой доходностью и длительным сроком окупаемости за счет институциональных инвесторов с учетом установленных для них ограничений по вложению средств.

В законопроекте предполагается отразить правовое определение понятия и признаков инфраструктурных облигаций как вида ценных бумаг, а также установить дополнительные признаки эмитента инфраструктурных облигаций по инфраструктурным проектам. На основании данного закона будет осуществляться:

- регулирование процедур и условий предоставления государственных гарантий по инфраструктурному облигационному займу, а также иных форм обеспечения;
- установление форм контроля целевого использования привлеченных по займу финансовых средств;
- установление условий досрочного погашения облигаций.

С учетом того, что действующее законодательство не содержит описания форм проектного финансирования с участием публичных субъектов (за исключением концессий и региональных актов о государственно-частных партнерствах) предполагается, что ключевым признаком, позволяющим финансировать через инфраструктурные облигации тот или иной проект, станет собственно его инфраструктурный характер, а также наличие так называемого проектного соглашения.

Под проектным соглашением понимается любой вид договора (инвестиционный договор, арендное и приватизационно-инвестиционное соглашение, агентский договор, концессионное соглашение, контракт жизненного цикла и проч.), предметом которого являются отношения сторон по реализации инфраструктурного проекта между государством (субъектом РФ, муниципальным образованием) и проектной компанией.

### **Государственные гарантии – императив или опция?**

Ключевым вопросом института инфраструктурных облигаций является наличие государственной (региональной, а в перспективе муниципальной) гарантии выполнения обязательств эмитента. Наличие суверенных или субсуверенных (государственная корпорация «Внешэкономбанк») гарантий существенно повышает привлекательность низкодоходных облигаций с длительным сроком окупаемости.

Вместе с тем получение государственной гарантии в условиях ограниченности бюджетных средств становится уделом крупнейших инфраструктурных компаний федерального уровня и государственных монополий, что не позволяет развиваться региональным проектам и компаниям. Именно поэтому наличие государственных гарантий не должно являться обязательным

условием выпуска инфраструктурных облигаций. Практика реализации региональных пилотных проектов показывает, что даже консервативные инвесторы готовы покупать облигации при наличии иных форм обеспечения и контрактных гарантий, что особенно актуально в проектах ЖКХ, социальной инфраструктуры и здравоохранения, доходная часть которых формируется независимо от рыночной конъюнктуры (например, за счет коммунальных платежей).

Таким образом, госгарантии не являются обязательным условием выпуска квазиинфраструктурных и инфраструктурных облигаций. Учитывая существующие процедурные сложности и имеющийся на федеральном и региональном уровнях дефицит бюджетных средств, наличие либо отсутствие госгарантий по инфраструктурным облигациям следует считать опцией, отсутствие которой хотя и снижает инвестиционную привлекательность проектов, тем не менее не является непреодолимым нормативным препятствием для вложения средств в инфраструктурные проекты.

Данная логика подтверждается упомянутым приказом ФСФР РФ о включении облигаций эмитентов-концессионеров в высшие котировальные списки и заложена в концепции федерального закона, предусматривающего возможность, а не обязательность государственных гарантий.

### **Резюме**

Как видим, привлечение консервативных источников финансирования в инфраструктурные проекты является привлекательным как для инвесторов, так и для финансовых спонсоров. Институт корпоративных облигаций в проектном финансировании следует рассматривать в двух аспектах:

1. Актуальные возможности использования квазиинфраструктурных облигаций, существующие в рамках действующего правового поля и рыночного спроса.
2. Расширение потенциала данного института в рамках развития нормативной базы об инфраструктурных облигациях (принятие отдельного закона или пакета поправок в действующие акты).

Квазиинфраструктурные облигации следует рассматривать как состоявшийся инвестиционный инструмент, поскольку региональные пилотные

проекты с участием консервативных инвесторов уже успешно реализуются. Кроме того, участники федеральных проектов в настоящий момент взаимодействуют с управляющими компаниями негосударственных пенсионных фондов на предмет возможного финансирования их проектов в связи с секвестированием бюджетного финансирования и необходимостью реформирования инвестпроектов.

Проекты в сфере жилищно-коммунального хозяйства, энергетики, транспорта, ограниченные локально и по сроку реализации, структурированные в рамках проектного финансирования с государственным плечом, являются сегодня заман-

чивыми одновременно как для инвесторов, так и для финансовых спонсоров.

Мы считаем, что использование квазиинфраструктурных облигаций как способ привлечь кредитное плечо на выгодных условиях в подобных проектах делает их весьма привлекательным инструментом инвестирования.

В свою очередь, инфраструктурные облигации могут стать полноценным инструментом использования при нормативном урегулировании вопросов гарантий, формата проектов, статуса эмитента и иных нюансов, связанных со спецификой консервативных финансов.

*Евгений Глумов,  
Менеджер проектов департамента  
ГЧП и инфраструктуры,  
glumov@vegaslex.ru*

В ближайшее время будут направлены  
Аналитические обзоры по следующим направлениям:

---

- *Контракты жизненного цикла: создание государственной и общественной инфраструктуры в условиях бюджетного дефицита*
- *Проектное финансирование с государственным «плечом» в инфраструктурных проектах: тенденции развития*
- *Модернизация систем ЖКХ с применением ГЧП инструментария*
- *Социальная и общественная инфраструктура: школы, больницы, спортивные объекты*

**Юридическая фирма «Вегас-Лекс»** основана в 1995 году и с 2000 года входит в топ-3 российских компаний, оказывающих услуги правового консалтинга. Является единственной российской юридической фирмой, рекомендованной авторитетным международным справочником Chambers Europe для сопровождения инфраструктурных и ГЧП-проектов. Общая сумма сопровождаемых клиентских инвестиций в крупные инфраструктурные проекты (включая ГЧП-проекты) – свыше нескольких десятков миллиардов, количество только крупных проектов (на начало 2009 года) – 36.

Фирма ведет активную нормотворческую деятельность, осуществляя экспертное сопровождение разработки законодательной базы РФ. Специалисты Фирмы являются членами рабочих групп в профильных советах и комитетах по ГЧП и инфраструктуре различных министерств, ведомств и общественных организаций.

Фирма награждена премиями «За активное участие в законотворческой деятельности» журнала «Корпоративный Юрист» и «Продвижение ГЧП» журнала «Слияние и поглощение».

**115054, Москва, Б.Строченковский пер., 22/25**

**Тел.: +7 (495) 933 08 00**

**Факс: +7 (495) 933 08 02**

**E-mail: [vegaslex@vegaslex.ru](mailto:vegaslex@vegaslex.ru)**

**[www.vegaslex.ru](http://www.vegaslex.ru)**

