

ОБЛИГАЦИИ ЖДУТ ИНФРАСТРУКТУРЫ

РЫНОК ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ НАХОДИТСЯ В ЗАЧАТОЧНОМ СОСТОЯНИИ. РАЗВИТИЮ ЭТОГО ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА, ПО СЛОВАМ ЭКСПЕРТОВ, МЕШАЕТ ИНЕРТНОСТЬ СИСТЕМЫ. К ТОМУ ЖЕ НА ЗАКОНОДАТЕЛЬНОМ УРОВНЕ САМО ПОНЯТИЕ ДО СИХ ПОР НЕ ОПРЕДЕЛЕНО. МЕЖДУ ТЕМ СПРОС НА ТАКИЕ БУМАГИ НА РЫНКЕ ЕСТЬ, И ОН НЕ УДОВЛЕТВОРЕН.

АЛЕНА ШЕРЕМЕТЬЕВА



АЛЕКСАНДР КОРЯКОВ

ОБЩИЙ ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕННЫХ ВЫПУСКОВ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЭМИТЕНТАМИ-КОНЦЕССИОНЕРАМИ С 2010 ГОДА СОСТАВЛЯЕТ 83 МЛРД РУБЛЕЙ. ПРИ ЭТОМ ОБЩАЯ СТОИМОСТЬ РЕАЛИЗУЕМЫХ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ В РАМКАХ ДАННЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ СОСТАВИЛА 615,6 МЛРД РУБЛЕЙ

Самого термина «инфраструктурные облигации» в российском законодательстве до сих пор нет. Как говорит Иван Блажих, профессор кафедры истории экономики и экономической мысли СПбГУ, в настоящее время существуют лишь концессионные облигации — долговые бумаги, выпускаемые стороной концессионного соглашения с целью обеспечения финансирования проектов, как правило, направленных на создание или развитие инфраструктуры. «Этот инструмент нередко путают с инфраструктурными облигациями, хотя сфера его применения гораздо уже. Данные бумаги выпускаются под конкретные проекты», — поясняет господин Блажих.

Анна Персиянцева, юрист практики по инфраструктуре и ГЧП «Качкин и партнеры», отмечает, что сейчас при выпуске облигаций для привлечения финансирования проектов, реализуемых на условиях государственно-частного партнерства, применяются общие правила, установленные законодательством о рынке ценных бумаг.

ФАНТОМНЫЙ РЫНОК По словам Станислава Машагина, генерального директора ПАО «Волга Капитал», рынок инфраструктурных облигаций в России есть, и он активно развивается. «В нем участвуют практически все пенсионные фонды, особенно крупные, множество банков и юридических компаний умеют структурировать эти сделки. Очень активно данные облигации используются для строительства дорог, также они могут быть использованы и в других секторах: ЖКХ и муниципальные предприятия все чаще начинают обращаться к этому инструменту», — констатирует господин Машагин.

Богдан Зварич, аналитик ГК «Финам», говорит, что, по некоторым оценкам, в год в инфраструктурные проекты через облигации привлекается около 10 млрд рублей. «На мой взгляд, этого недостаточно для такой большой страны, где существуют серьезные проблемы с инфраструктурой», — сетует господин Зварич.

По мнению Евгении Абрамович, руководителя управления анализа валютных рисков Dukascopy Bank SA, как такового рынка инфраструктурных облигаций в России нет. «Его существование было прервано кризисом, и до сих пор он не восстановился вместе со всем рынком муниципальных облигаций. Этот инструмент всегда был непрозрачным, а после краха деривативов и вовсе перестал интересовать инвесторов», — поясняет госпожа Абрамович.

Александр Жданов, аналитик QBF, говорит: «По данным Национальной ассоциации концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру, общий объем размещенных выпусков облигаций эмитентами-концессионерами на текущий момент составляет 83 млрд рублей в рамках 23 размещений (с 2010 года). При этом общая стоимость реализуемых инфраструктурных проектов в рамках данных размещений составила 615,6 млрд рублей. Для сравнения, только в мае 2017 года на фондовом рынке Московской биржи было размещено 48 облигационных займов, а объем размещения составил 1,23 трлн рублей. При подобном соотношении сложно рассматривать инфраструктурные облигации как реальный объект инвестирования». По словам господина Жданова, каждое новое размещение долгосрочных инфраструктурных облигаций становится событием, а доступ к данному финансовому инструменту получает узкий круг институциональных инвесторов в виде негосударственных пенсионных фондов, банков и страховых компаний.

ПРОБЛЕМНАЯ БУМАГА Серьезная проблема на рынке инфраструктурных облигаций, по словам Станислава Машагина, связана с отсутствием возможности получения рейтинга. «Есть два крупнейших рейтинговых агентства: АКРА и „Эксперт РА“. В АКРА еще ни одна сложная концессионная инфраструктурная облигация не была рейтингована, хотя само агентство полностью аккредитовано и для целей ЦБ, и для ломбардного списка, и для пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов. То есть в техническом плане АКРА может осуществлять данные операции, но юридически и по факту эти сделки не были осуществлены», — комментирует господин Машагин. — В случае с агентством „Эксперт РА“ другая проблема: здесь полной аккредитации нет, и они продолжают работу с регулятором, чтобы к концу лета иметь возможность рейтинговать эти бумаги для целей негосударственных пенсионных фондов и для целей ломбардного списка». Все это даст возможность использования рейтинга, чтобы такие вложения оставались качественными и были в портфеле и у пенсионных фондов, и у банков на особом счету как высококачественные активы.

КЛУБНЫЙ СПРОС Эмитентами концессионных облигаций выступает компания-концессионер, а круг покупателей, как

правило, ограничен. Станислав Машагин уверяет, что спрос на инфраструктурные облигации есть, но он не удовлетворен. «У банков скопилось больше 1 трлн рублей, которые они могли бы вложить в качестве инструмента, и у пенсионных фондов в этом году большой „аппетит“, чем обычно, поскольку их доля депозитов во вложениях снижается, они тоже ищут качественные инструменты. К сожалению, нет достаточного количества проектов, которые можно было бы структурировать и выводить на рынок. Мы очень заинтересованы в этом и считаем, что это процесс несложный, можно в пределах шести месяцев, а то и быстрее, подготовить и выпустить качественную облигацию», — комментирует господин Машагин.

По словам Александра Полютова, управляющего по исследованиям и аналитике Промсвязьбанка, размещения таких облигаций носят клубный характер. «Причина — в специфике данного инструмента, который, как правило, носит долгосрочный характер (минимум 10–15 лет), а ликвидность бумаг при этом низкая. Пул российских инвесторов, готовых вложить средства на продолжительное время, довольно узкий — в основном длинными деньгами располагают только пенсионные фонды. При этом объем пенсионных средств у НПФ по итогам 2016 года достиг 3,2 трлн рублей, по данным ЦБ», — поясняет господин Полютов.

Александр Жданов добавляет, что при этом часто покупателями таких облигаций выступают НПФ, определенным образом аффилированные с другим кредитором или инвестором проекта. «Так, „ВТБ Пенсионный фонд“ выкупал бумаги проектов с участием „ВТБ Капитала“ по финансированию, строительству и эксплуатации двух участков автодороги М11 Москва — Санкт-Петербург при размещении в 2015 году», — вспоминает эксперт.

Институциональные инвесторы обладают долгосрочным инвестиционным капиталом и готовы вкладываться на весь срок окупаемости инфраструктурного проекта. «Более того, задача подобных организаций не в получении сверхдоходов от спекуляций на рынке ценных бумаг, а формирование устойчивого долгосрочного денежного потока для выполнения своих обязательств в будущем», — уточняет Иван Капустянский, аналитик Fogex Optimum.

Доходность инфраструктурных облигаций, как правило, фиксированная и выше рыночной. Станислав Машагин отмечает, что если, например, завтра выйдут с не-

кой концессионной бумагой, то при сроке десять лет можно рассчитывать на доходность около 11% годовых при качественной структуре. «Мне кажется, что можно и нужно удешевлять стоимость ресурсов, в том числе благодаря тому, что с этой бумагой можно было бы сделать РЕПО с ЦБ, чтобы он принимал ее в качестве ломбарда, и это позволит сократить спред между государственным долгом и концессионными бумагами», — поясняет господин Машагин. По его словам, пенсионные фонды фактически не будут их активно покупать и продавать, поэтому размещенные два-три года назад бумаги сейчас фактически с этой же доходностью и торгуются, поскольку нет больших продавцов, все они сидят и «держат бумагу». Соответственно, нет продавцов — нет и покупателей.

РИСКОВЫЕ БУМАГИ Необходимо также отметить, что в условиях сегодняшнего дня инфраструктурные облигации остаются довольно рискованным инструментом. По оценкам Александра Жданова, рисков существует много, ведь на текущий момент по многим из выпущенных облигаций какие-то госгарантии отсутствуют. Наиболее существенны, на его взгляд, строительные риски, связанные с удорожанием стоимости работ, изменением деталей плана инфраструктурного проекта, а также с затягиванием сроков исполнения проекта. Кроме этого, существует и проблема оценки доходности самих инфраструктурных проектов, что, соответственно, влияет на желание инвесторов участвовать в подобных сделках. В текущей ситуации практически ни один крупный покупатель облигаций не готов самостоятельно провести аудит инфраструктурного проекта, отмечает эксперт.

«Дополнительный риск инфраструктурных облигаций — возможность изменения условий выпуска облигаций или реструктуризация долга. Данный механизм, безусловно, имеет право на жизнь, учитывая то, что средний срок обращения данных ценных бумаг составляет около 15 лет, однако в этом случае необходимо работать над разработкой самого механизма изменения условий займа. На текущий момент привлекательность подобных инфраструктурных облигаций обеспечивается тем фактом, что купонные выплаты по ним зачастую рассчитываются как индекс потребительских цен плюс некоторая маржа, изменяющаяся в диапазоне 2–4%, что вполне устраивает пассивные фонды», — поясняет господин Жданов. ■