



Олеся Белоусова
партнер P&P Unity



Семен Мокин
партнер P&P Unity

КОНЦЕССИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ДОЛГОСРОЧНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Концессионные облигации часто называют относительно новым, перспективным, развивающимся инструментом. Между тем не стоит забывать, что термин «облигации эмитента-концессионера» появился в нормативном поле еще в 2009 г.¹ Первым шагом стал упрощенный порядок включения таких бумаг в котировальные списки.

ПЕРВЫЕ ШАГИ

Пилотные выпуски облигаций, финансирующих реализацию конкретного концессионного проекта, были осуществлены ОАО «Главная дорога» год спустя и внесены в котировальный список первого

уровня. На протяжении следующих 7 лет особенности правового режима концессионных облигаций неоднократно уточнялись, однако общий подход сохранился. Так, сейчас в Положении о допуске ценных бумаг к организованным торгам² (а значит, и в Правилах листинга ПАО

«Московская Биржа») льготы по включению в котировальные списки распространяются не только на облигации концессионера, но и на облигации, выпущенные частным партнером по соглашению о государственно-частном партнерстве. Кроме этого уточнялись и частично

¹ Приказ ФСФР РФ от 23.12.2008 г. № 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 09.10.2007 г. № 07-102/пз-н».

² Положение о допуске ценных бумаг к организованным торгам (утверждено Банком России 24.02.2016 г. № 534-П).

смягчались требования, предъявляемые к концессионным облигациям для целей приобретения их институциональными инвесторами — негосударственными пенсионными фондами (НПФами) и страховыми организациями. Все эти изменения направлены на рост популярности облигаций концессионера среди данного класса инвесторов. Эта цель неоднократно подчеркивалась на уровне различных государственных программ³.

РЕГУЛИРОВАНИЕ

С учетом всех уточнений и доработок, имевших место на протяжении последних лет, картину специального регулирования в отношении облигаций концессионера можно вкратце описать следующим образом.

Сохранился неизменным упрощенный доступ к спискам высшего уровня. Это заключается в неприменении требований к сроку существования эмитента (концессионеры часто создаются в форме проектной компании), отсутствию убытков в первые 3 года (финансовая модель большинства концессионных проектов не предусматривает наличия существенной прибыли в течение данного периода), а также в снижении требований к общему объему выпуска и пр.⁴

Разработан ряд дополнительных требований, которым должны отвечать облигации концессионера, чтобы их могли приобрести НПФы или страховые организации.

Для приобретения на средства пенсионных накоплений облигаций, публичное размещение или обращение которых состоялось после 9 февраля 2015 г., помимо стандартных требований о включении в высший котировальный список либо наличия рейтинга у эмитента или поручителя добавился новый альтернативный критерий. Концессионное соглашение должно быть заключено с РФ, субъектом РФ или муниципальным образованием с численностью населения более 1 млн человек, при этом сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении

облигаций эмитента на каждый день не должна превышать 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными эмитентом концессионными соглашениями⁵. Аналогичные требования должны соблюдаться в случае приобретения облигаций концессионера на средства страховых резервов⁶.

Гораздо менее жесткие требования установлены для инвестирования собственных средств страховщиков и пенсионных резервов НПФов. Для приобретения облигаций концессионера на средства пенсионных резервов достаточно их допуска к торгам⁷. Для инвестирования в облигации концессионера собственных средств страховой организации необходимо наличие у эмитента или бумаги рейтинга либо включение облигаций в высший котировальный список⁸. Данный подход вполне объясним, так как режим инвестирования пенсионных резервов и собственных средств страховщиков по определению гораздо мягче.

Еще одной тенденцией является разработка рейтинговыми агентствами отдельных методик, позволяющих в процессе присвоения рейтинга проектным бумагам, в том числе концессионным облигациям, учитывать специфические особенности данных инструментов и их эмитентов⁹.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Как видно, действующее законодательство предоставляет достаточно возможностей для инвесторов, планирующих приобретение облигаций концессионера. При этом пробелов регулирования, которые служили бы очевидным препятствием для активного использования данного инструмента, на первый взгляд, не наблюдается.

Изучение рынка концессионных облигаций по состоянию на момент подготовки настоящей статьи позволяет сделать вывод о том, что реальный рынок концессионных облигаций, характеризующийся разнообразием инвесторов и эмитентов, на текущий момент не сложился.

По состоянию на конец 2016 г. был зарегистрирован 21 выпуск облигаций 9 эмитентов-концессионеров. Две трети эмитентов принадлежат к группе лиц УК «Лидер». Безусловным лидером среди НПФов, приобретающих облигации концессионера, является НПФ «ГАЗФОНД», средствами которого также управляет УК «Лидер». Масштаб его инвестиционной деятельности достигает 26,6 млрд руб. Для сравнения: масштаб инвестиционной деятельности ОАО «НПФ «ГАЗФОНД пенсионные накопления»» и ЗАО «КИТ Финанс НПФ», занимающих второе и третье места в рейтинге, составляет 10,3 и 9,3 млрд руб. соответственно¹⁰. То есть инструмент относительно активно используют одни и те же игроки.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

Качество любой проектной облигации в глазах потенциального инвестора складывается из двух базовых аспектов — качества самого выпуска (надежность бумаги) и качества финансируемого за ее счет концессионного проекта (надежность проекта).

Надежность проекта зависит в первую очередь от уровня его структурирования. Отнюдь не все проекты в сфере инфраструктуры ориентированы на получение высокой прибыли, особенно это касается социальной сферы. На начальном же этапе все без исключения проекты требуют значительных вложений, которые окупятся лишь спустя какое-то время. В такой ситуации риски концессионера, а значит, и приобретающих его облигации инвесторов, может ослабить только грамотное распределение данных рисков между участниками проекта.

На практике это относительно успешно осуществляется путем усложнения механизма платы концедента, например через встраивание в нее минимального гарантированного дохода. В «тарифных» концессиях, характерных для коммунальной отрасли, гарантии возмещения концессионеру вложенных им средств и недополученных

³ См., например, Распоряжение Правительства РФ от 26.01.2016 г. № 80-р «Стратегия развития жилищно-коммунального хозяйства в Российской Федерации на период до 2020 года», Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 г. № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года».

⁴ Приложение 13 Положения о допуске к организованным торгам.

⁵ Пункт 1.4.7 Положения об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительных требований, которые управляющие компании обязаны соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений (утверждено Банком России 25.12.2014 г. № 451-П).

⁶ Пункт 7.1 Указания Банка России от 16.11.2014 г. № 3444-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов».

⁷ Пункт 5 Постановления Правительства РФ от 01.02.2007 г. № 63 «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением».

⁸ Пункт 7.1 Указания Банка России от 16.11.2014 г. № 3445-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов».

⁹ См., например, Методику присвоения рейтинга кредитоспособности компаний проектного финансирования рейтингового агентства АК&М от 16.02.2015 г.

¹⁰ По данным Базы данных ИНВЕСТИНФРА // <http://db.investinfra.ru/>.

доходов закреплены непосредственно в законе. Дополнительным шагом в этом направлении стали вступившие в силу с 1 января 2017 г. новеллы Закона о концессиях¹¹. Устанавливаемое ими обязательное участие субъекта Федерации в качестве третьей стороны концессионного соглашения, заключаемого с муниципальным образованием, должно позитивно сказаться на выполнении регионами своих обязательств перед концессионером.

Таким образом, надежность проекта может быть существенно повышена бла-

годаря включению в концессионное соглашение положений, защищающих интересы концессионера. К сожалению, нужного качества нельзя добиться путем использования типовых форм документов. Обеспечивая общую «законность» концессии, они тем не менее не всегда позволяют учесть индивидуальные особенности конкретного проекта. Этим объясняется достаточно малое количество качественно структурированных проектов.

Качество любой проектной облигации в глазах потенциального инвестора складывается из двух базовых аспектов — качества самого выпуска (надежность бумаги) и качества финансируемого за ее счет концессионного проекта (надежность проекта).

Надежность бумаги также зависит от множества факторов. Несмотря на то что условия эмиссионных документов стандартизированы, определенный их набор гарантирует большую или меньшую защиту инвестора. Это касается таких технических моментов, как процедура установления и выплаты купонного дохода, возможность и основания досрочного погашения облигаций или их приобретения по инициативе эмитента или владельцев. К стандартным и установленным законом основаниям и формулировкам могут добавляться триггеры, непосредственно связанные с ходом реализации концессии. Например, досрочное прекращение концессионного соглашения может быть основанием для досрочного погашения облигаций концессионера (раньше наличие такого усло-

вия в эмиссионной документации было обязательным для льготного допуска облигаций концессионера в котировальные списки¹²).

В выпусках концессионных облигаций, эмитированных в 2016 г., активно используются возможности, не так давно появившиеся в законодательстве о рынке ценных бумаг. Это отличает их от ранних выпусков облигаций концессионера, которые выходили по одному образцу, ничем не обеспечивались и по своей сути мало отличались от *plain vanilla bonds*.

- В качестве обеспечения начинает использоваться залог прав концессионера по концессионному соглашению в совокупности с залогом прав по банковскому счету, на который поступают денежные средства концессионера, полученные как от деятельности по концессионному соглашению, так и от размещения других выпусков облигаций этого эмитента¹³.

- Требования по облигациям различных выпусков (при наличии залогового обеспечения) и по привлекаемым банковским кредитам субординируются¹⁴.

- Между кредиторами, концессионером и концедентом заключается прямое соглашение, устанавливающее порядок действия сторон в случае дефолта концессионера или наступления иных обстоятельств, препятствующих нормальной реализации проекта¹⁵.

- Выпуски облигаций по-разному структурируются. Эмиссия биржевых концессионных облигаций помогает существенно сэкономить время, необходимое на регистрацию выпуска в обычном порядке. Выпуск концессионных облигаций в рамках программы позволяет оперативно размещать отдельные выпуски при возникновении благоприятной рыночной ситуации¹⁶.

Данная тенденция позволяет с уверенностью говорить о том, что использование дополнительных инструментов, повышающих привлекательность бумаги в глазах инвестора, — уже не приятный бонус, а объективное требование рынка, влияющее в том числе на рейтинг, присваиваемый конкретному выпуску облигаций.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Вектор дальнейшего использования инструмента концессионных облигаций очевиден: они должны стать реальным рыночным инструментом, а не средством локальных целей узкого круга инвесторов. При этом проведенный краткий анализ убедительно доказывает, что имеющегося регулирования и сложившейся практики достаточно для привлечения к приобретению концессионных облигаций:

- НПФов среднего звена, которые преимущественно хранят свои накопления в депозитах;
- страховых компаний, которые пока находятся вне рынка концессионных бумаг;
- иных категорий инвесторов, необязательно институциональных.

Говорить о необходимости дальнейшего реформирования существующей нормативной базы можно разве что применительно к такому классу инвесторов, как паевые фонды: специфика их вложений в облигации концессионера пока не проработана. Отсутствуют также льготы, облегчающие включение облигаций концессионера в Ломбардный список Банка России. Однако возможность для этого существует¹⁷.

Дальнейшие шаги должны быть направлены на взаимодействие с потенциальными инвесторами и изменение общего отношения к инструменту, особенно среди инвесторов, которые только планируют выйти на инфраструктурный рынок. Целью такой работы будет продвижение идеи о том, что облигации концессионера, реализующего качественно структурированный проект, — это объект инвестиций с высоким уровнем надежности. В этом случае справедливо утверждать, что концессионные облигации — это не будущее и не перспективный механизм, а самое что ни на есть настоящее российского фондового рынка. ■

¹¹ Федеральный закон от 21.07.2005 г. № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».

¹² Приказ ФСФР РФ от 23.12.2008 г. № 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 09.10.2007 г. № 07-102/пз-н».

¹³ См., например, выпуск облигаций 4-01-36523-R ООО «Транспортная концессионная компания».

¹⁴ См., например, выпуски облигаций 4-01-36473-R, 4-02-36473-R ООО «Магистраль двух столиц».

¹⁵ См., например, указанные выпуски облигаций ООО «Транспортная концессионная компания» и ООО «Магистраль двух столиц».

¹⁶ См., например, выпуски облигаций 4-01-36487-R-001P, 4-02-36487-R-001P, 4-03-36487-R-001P ООО «Концессии водоснабжения».

¹⁷ См. например выпуск облигаций 4-06-12755-A ОАО «Главная дорога».