

Лашевский Петр Александрович

dom-hors@mail.ru

**КЛАССИФИКАЦИЯ
ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ**

Lashevsky Petr Aleksandrovich

dom-hors@mail.ru

**CLASSIFICATION OF
INFRASTRUCTURE BONDS****Аннотация:**

Статья посвящена теоретическим проблемам особого вида долговых ценных бумаг – инфраструктурных облигаций. Цель статьи – разработка оптимальных критериев классификации инфраструктурных облигаций. В статье рассматриваются различные существующие варианты классификаций, а также предлагается авторский вариант классификации инфраструктурных облигаций, отличающийся наличием оптимальных критериев. Результаты, отраженные автором в статье, могут быть использованы при управлении рисками эмитентов и инвесторов в инфраструктурные облигации.

Ключевые слова:

инфраструктурные облигации, специально-созданное юридическое лицо, эмитенты.

Summary:

The article discusses theoretic issues of the special type of debt securities, which is the infrastructure bonds. The research objective is development of the optimum criteria for the infrastructure bonds classification. The author considers existing variants of the classification and suggests an original classification of the infrastructure bonds with application of the optimum criteria. The research results mentioned in the article may be implemented in the risk management of the infrastructure bonds' issuers and investors.

Keywords:

infrastructure bonds, special purpose vehicle, issuers.

К инфраструктурным облигациям относятся долговые ценные бумаги, выпускаемые концессионером исключительно для финансирования строительства, приобретения или реконструкции инфраструктурного объекта, обязывающие эмитента в течение установленного промежутка времени выплатить инвестору взятую в займы сумму с учетом определенного процента (для купонных облигаций) или произвести погашение облигаций по номинальной стоимости (для дисконтных облигаций).

В отечественной научной литературе представлено несколько вариантов классификаций инфраструктурных облигаций.

Водяников Д.А. выделяет источник погашения как основной критерий классификации инфраструктурных облигаций [1]. В соответствии с данным признаком все их множество классифицируется автором на два больших класса: облигации под общие гарантии (General Obligation Bonds) и доходные облигации (Revenue Bonds). Все остальные виды относятся Водяниковым к производным от основных вышеобозначенных.

Облигации под общие гарантии представляют собой «форму долгосрочного заимствования, при которой штат (государство, муниципалитет) выпускает муниципальные (государственные) облигации и принимает на себя безусловное обязательство выплатить проценты и основную сумму займа» [2]. В качестве источника погашения таких облигаций может выступать весь объем доходов (налоговых и неналоговых) эмитента (государства, субъекта федерации, муниципалитета). Инвестиционная привлекательность облигаций под общими гарантиями заключается в том, что весь объем будущих доходов эмитента используется в качестве обеспечения по полному и своевременному совершению всех платежей по данным облигациям. Таким образом, инвестор не несет рисков, связанных непосредственно с инвестиционным проектом, который финансируется за счет эмиссии инфраструктурных облигаций. Если проект покажет неспособность генерировать денежный поток, инвестор получит возмещение за счет иных, в том числе и неналоговых доходов государства, штата, муниципалитета. Таким образом, инвестор в данном случае одалживает свои средства не под конкретный инвестиционный проект, а в целом заемщику. Это означает, что он не осуществляет экспертизу проекта, не оценивает риски его нерентабельности, не оценивает, какие денежные потоки может генерировать объект.

Риск дефолта по облигациям под общими гарантиями определяется платежеспособностью эмитента (государства, штата, муниципалитета), но не надежностью инфраструктурного объекта. По этой причине этот вид облигаций имеет рейтинги, соответствующие уровням рейтингов самого заемщика.

Отсутствие прямой связи между эффективностью и рисками инфраструктурного проекта с одной стороны и стоимостными характеристиками облигации под общими гарантиями с другой,

позволяет нам сделать вывод о том, что данный вид ценных бумаг не может быть отнесен к группе инфраструктурных облигаций. Механизм их эмиссии под общие гарантии не предполагает наличие концессионера (SPV) в качестве эмитента, что противоречит авторскому определению понятия «инфраструктурные облигации».

Ко второй группе в классификации Водяникова Д.А. относятся доходные облигации (Revenue bonds). Специфика данного вида инфраструктурных облигаций в том, что их погашение обеспечивается денежным потоком, генерируемым объектом инфраструктуры либо конкретным видом доходов бюджета, закрепленным в условиях выпуска как исключительного источника выплат по облигациям.

Выпуск доходных облигаций осуществляется посредством создания SPV, основной целью деятельности которой и является реализация конкретного инфраструктурного проекта. Собственный Капитал SPV состоит из взносов государства или муниципалитета, частных компаний.

Создание SPV рассматривается не только в рамках концессионных проектов, но также в рамках иных форм ГЧП-контрактов, например, администрациями для привлечения финансирования публичной инфраструктуры, эксплуатации которой не приносит коммерческих доходов. Данный подход к реализации схемы выпуска инфраструктурных облигаций сложнее и его реализация требует решения следующих задач:

- 1) гарантия исполнения эмитентом обязательств перед держателями облигаций;
- 2) правовое основание направления эмиссионного дохода от эмитента лицу, непосредственно реализующему инфраструктурный проект;
- 3) механизм обеспечения целевого использования денежных средств, полученных от эмитента;
- 4) механизм погашения SPV облигационного займа.

Таким образом, мы не отрицаем возможности варианта производства облигаций специально созданной для этого компанией. Однако вариант выпуска эмитентом-концессионером является менее сложным с технической и правовой точек зрения.

Очевидно, что отсутствие гарантий со стороны органов государственной и муниципальной власти делает доходные облигации зависимыми исключительно от эффективности реализации инфраструктурного проекта, что сказывается на повышенном риске инвестиций в данный вид ценных бумаг. Однако эмитенты могут снизить стоимость заимствования за счет предоставления инвесторам в данный вид инфраструктурных облигаций дополнительных прав по контролю за ходом реализации инфраструктурного проекта.

Недостатком данной классификации является то, что автор использует только один критерий, в результате чего за пределами классификации Водяникова Д.А. остаются такие критерии как вид эмитента, наличие гарантий и прочее. Кроме того, третья, выделенная автором группа инфраструктурных облигаций (производные от первых двух групп) слишком обширна, чтобы в ее рамках объединять все многообразие эмитируемых в настоящее время облигаций.

Другой российский исследователь – Батуева А. – приводит свою классификацию инфраструктурных облигаций [3]. В зависимости от вида эмитента (частная компания или публичное образование), а также от наличия обеспечения, автор выделяет: проектные облигации (project bonds); облигации, обеспеченные поступлениями (revenue bonds) и облигации с общим обязательством (general obligations bonds). Таким образом, данная классификация уточняет предыдущий вариант, дополняя его новым видом инфраструктурных облигаций – проектными.

Рассмотрим данный вид инфраструктурных облигаций более детально – это ценные бумаги, эмитируемые специально-созданной частной проектной компанией. В собственности этой компании уже находится объект инфраструктуры. Таким образом, выплаты по проектным облигациям осуществляются за счет денежных поступлений от эксплуатации данного объекта. Существенным условием данного вида облигаций является тот факт, что инвесторы и их представители имеют возможность отслеживать обстоятельства, которые могут существенно повлиять на денежный поток финансируемого инфраструктурного проекта. Очевидно, что данная ковенанта положительно сказывается на доходности проектных облигаций, что выражается в невысокой ставке привлечения ресурсов.

Специально созданная проектная компания контролируется юридическим лицом, которое инициирует строительство и эксплуатацию объекта инфраструктуры. Соответственно, данной проектной компании принадлежат и права требования по договорам об эксплуатации объекта инфраструктуры, которые ею предоставляются в качестве одного из обеспечения обязательств по привлеченному займу, в том числе по выпущенным проектным облигациям.

Контроль проектной компании за объектом инфраструктуры выражается в том, что она следит за ходом работ по строительству подрядчиком объекта, а после того как он будет введен в эксплуатацию, – осуществляет управление им.

Проектная компания назначает и оператора объекта, в компетенцию которого входит сбор платежей за эксплуатацию (за счет которых происходит исполнение обязательств по проектным облигациям) с конечных пользователей объекта инфраструктуры.

Инвесторы в проектные облигации имеют возможность контролировать деятельность проектной компании путем предоставления представителю их владельцев права на получение от проектной компании и операторов любой информации касательно эксплуатации объекта инфраструктуры. Кроме того, представитель владельцев облигаций может быть избран в качестве члена совета директоров проектной компании для того, чтобы иметь возможность контролировать избрание единоличного исполнительного органа проектной компании.

Учитывая преимущества и недостатки вышеприведенных классификаций инфраструктурных облигаций, мы предлагаем авторскую классификацию, которая составлена на основе следующих критериев: тип эмитента, источник погашения, наличие обеспечения и конвертируемость.

В зависимости от типа эмитента инфраструктурные облигации делятся на те, что эмитируются органами государственной (муниципальной) власти, специально-созданной проектной компанией и инфраструктурным фондом (банком). При этом облигации, выпускаемые от лица проектной компании, называются проектными.

Второй по значимости критерий классификации инфраструктурных облигаций – источник их погашения. В соответствии с данным критерием все многообразие инфраструктурных облигаций может быть разделено на два больших класса: облигации под общие гарантии (General Obligation Bonds) и доходные облигации (Revenue Bonds). Как уже было отмечено выше, источником погашения доходных облигаций являются только денежные поступления от реализации инфраструктурного проекта. Выплаты инвесторам в облигации под общие гарантии могут происходить в том числе и из иных источников доходов эмитента – от реализации других проектов, налоговые поступления и прочее.

В зависимости от обеспечения мы подразделили инфраструктурные облигации на те, обеспечением по которым выступают только денежные потоки от эксплуатации инфраструктурного объекта, и те, где все имущество эмитента, в том числе и налоговые поступления, может использоваться в качестве обеспечения. Данный критерий (полнота обеспечения) имеет существенное значение, так как он оказывает непосредственное влияние на риск владения инфраструктурными облигациями и, следовательно, на стоимость заимствования. Другими словами, данный критерий важен как для заемщиков, так и для инвесторов в инфраструктурные облигации.

Далее – возможность конвертации инфраструктурных облигаций означает, что кроме простых, эмитент может выпустить инфраструктурные облигации, которые в последствии конвертируются в акции компании, занимающейся эксплуатацией инфраструктурного объекта.

Ссылки:

1. Водяников Д.А. Использование инфраструктурных облигаций для финансирования проектов: диплом. работа. М., 2011.
2. General Obligation (GO) Bonds. 6871 // State Administrative Manual of California. URL: http://www.documents.dgs.ca.gov/sam/SamPrint/new/m423sept13/chap_6000_sam/6871.pdf (дата обращения: 23.08.2013).
3. Батуева А. Финансирование инфраструктурного проекта: проектные облигации и облигации, обеспеченные поступлениями // Рынок ценных бумаг. 2009. № 9–10. URL: <http://bankir.ru/tehnologii/s/finansirovanie-infrastryktyrnogo-proekta-proektnie-obligacii-i-obligacii-obespechennye-postypleniyami-2182335/> (дата обращения: 23.08.2013).

Ссылки:

1. Vodyannikov, DA 2011, *Using bonds to finance infrastructure projects: a diploma*, Moscow.
2. 'General Obligation (GO) Bonds. 6871' 2013, *State Administrative Manual of California*, retrieved 23 August 2013, <http://www.documents.dgs.ca.gov/sam/SamPrint/new/m423sept13/chap_6000_sam/6871.pdf>.
3. Batueva, A 2009, 'Finance infrastructure projects: project bonds and collateralized proceeds', *Securities market*, no. 9-10, retrieved 23 August 2013, <<http://bankir.ru/tehnologii/s/finansirovanie-infrastryktyrnogo-proekta-proektnie-obligacii-i-obligacii-obespechennye-postypleniyami-2182335/>>.