

ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: СПЕЦИФИКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТА

Ж. Н. Тропина

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Россия

В статье рассматриваются актуальные вопросы развития такого специфического сегмента национального рынка облигаций, как сегмент инфраструктурных облигаций. Автором рассматриваются вопросы становления данного инструмента на российском финансовом рынке. В статье представлена схема выпуска инфраструктурных облигаций дочерней компанией АО «ДОМ.РФ» – ООО «СОПФ «Инфраструктурные облигации», анализируются последние изменения, внесенные в механизм выпуска инфраструктурных облигаций. Автор, рассматривая специфику выпуска инфраструктурных облигаций, анализирует возможности инвестирования в данный инструмент для различных групп инвесторов.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации, проекты по строительству инфраструктуры, концессионные соглашения, соглашения о государственно-частном партнерстве, застройщики, субсидии, гарантии.

Российский рынок облигаций на данный момент наряду с рынком акций является одним из основных сегментов национального фондового рынка. Российский рынок облигаций в целом, несмотря на достаточно большое количество негативных моментов, связанных с объявленными стране санкциями, стимулирующими реализацию основных для долгового рынка рисков, кредитного и процентного, продолжает развиваться, развиваются и отдельные сегменты национального рынка облигаций.

Инфраструктурные облигации, являющиеся достаточно давно и успешно функционирующим инструментом на рынках ряда развитых и развивающихся стран, представляют собой облигации, размещаемые с целью обеспечения финансирования проектов по строительству объектов инфраструктуры на долгосрочной основе. При выпуске инфраструктурных облигаций, как правило, предполагается, что выстроенный за счет их размещения объект в дальнейшем будет генерировать собственный денежный поток, за счет которого будет производиться выплата дохода держателям этого специфического долга. Выплаты дохода по облигациям этого класса также могут осуществляться за счет иных выплат, предусмотренных концессионными соглашениями [1, с. 180].

В мировой практике данный инструмент используется для финансирования строительства таких объектов инфраструктуры как железные дороги, платные автомобильные дороги, платные мосты, аэропорты, электростанции, морские порты, системы водоснабжения, системы канализации.

Значимой специфической особенностью инфраструктурных облигаций является серьезная поддержка их выпуска со стороны региональных органов государственной власти и органов местного

самоуправления. Формы этой поддержки могут быть разнообразными, например, это могут быть выставленные по выпускам облигаций гарантии, либо установление особого режима налогообложения, кроме того, в роли эмитента облигаций этого вида может выступать сам орган власти, либо созданная им для этих целей дочерняя организация.

В случае если эмитентом инфраструктурных облигаций являются частные коммерческие структуры, реализуемые ими проекты чаще всего связаны с концессионными соглашениями, при этом срок функционирования облигаций, как правило, равен сроку действия договора концессии. Поскольку речь идет о строительстве достаточно масштабных проектов, облигации, обеспечивающие их финансирование, являются долгосрочными, сроки погашения инструментов этого класса могут находиться в диапазоне от 10 до 30 лет.

К числу специфических особенностей выпуска инфраструктурных облигаций, по мнению автора, следует отнести:

- привлечение денежных средств на реализацию конкретного, указанного в условиях выпуска, проекта, что устанавливает исключительно целевой характер функционирования данных ценных бумаг;
- привязка выпуска инфраструктурных облигаций к концессионному соглашению или соглашению о государственно-частном партнерстве (ГЧП) [2, с. 75; 3, с. 116];
- получение выстроенного с помощью этого вида финансирования объекта по завершении его строительства в концессию на установленный отрезок времени (как правило, это несколько десятилетий);
- плата, которая может взиматься при эксплуатации выстроенного объекта (чаще всего это касается автомобильных дорог);

- инвесторами, вкладывающими денежные средства в облигации этой группы, являются, как правило, инвесторы-институционалы, пенсионные фонды, кредитные организации, страховые компании [4, с. 107];
- продолжительные сроки обращения инструмента – до 30 лет.

В силу специфических характеристик, инструмент имеет как определенные достоинства, так и недостатки по сравнению с классической облигацией.

К достоинствам можно отнести:

- высокий уровень надежности облигаций, обеспечиваемый предоставляемыми со стороны региональных органов государственной власти и органов местного самоуправления гарантиями и поручительствами по облигациям, залогами прав по проектным соглашениям, что делает их схожими с обеспеченными коммерческими облигациями, выпущенными в классическом формате, или с государственными облигациями;
- высокий уровень возвратности вложенных средств, обеспечиваемый положительным денежным потоком от эксплуатации объекта, выстроенного с помощью привлеченного на его строительство финансирования (практически отсутствует кредитный риск);
- высокий, как правило, уровень кредитных рейтингов по ценным бумагам (облигациям);
- высокий уровень прогнозируемости будущих доходов по строящимся объектам;
- длительные сроки привлечения денежных средств;
- низкая стоимость обслуживания долга;
- относительная независимость этих инструментов от состояния фондового рынка.

К недостаткам применения рассматриваемого инструмента относятся:

- дополнительные риски, возникающие при строительстве инфраструктурных объектов (чаще всего экологические, а также конъюнктурные);
- сложности для относительно новых на долгом рынке компаний в привлечении средств на выгодных условиях;
- частный характер размещения облигаций, и, соответственно, привлечения денежных средств компаниями на заранее определенных договорных условиях с низким уровнем премии для инвестора относительно среднерыночных условий;
- относительно небольшое количество проектов, реализуемых с подобной схемой финансирования (на рынке наблюдается доминирование проектов с более традиционной схемой привлечения денежных средств в виде банковского кредитования).

В мировой практике инфраструктурные облигации чаще всего представлены как муниципальные целевые облигации и корпоративные инфраструктурные облигации. Наиболее развитыми рынками облигаций этой группы являются рынки таких стран, как США, Индия, Австралия, Чили. Рынок инфраструктурных облигаций начинает развиваться и в Китае.

На финансовом рынке США присутствуют так называемые Revenue Bonds, облигации по которым предусматриваются выплаты из определенного

конкретного источника. Поскольку они, как правило, являются разновидностью муниципальных облигаций, их могут также называть Municipal Bonds или Munis, несмотря на то, что это название не всегда корректно в применении к инфраструктурным облигациям, поскольку муниципальные облигации – это более широкое понятие, это класс облигаций, выплаты по которым могут осуществляться из бюджета муниципалитета. Финансирование значительной доли инфраструктурных проектов на территории США осуществляется с помощью размещений Revenue Bonds. Специфической характеристикой муниципальных облигаций в США является освобождение дохода по облигациям этой группы от федерального налога, по этой причине эти облигации интересны, прежде всего, потенциальным инвесторам, имеющим высокий уровень налогообложения. Среди инвесторов в Revenue Bonds преобладают инвесторы, нацеленные на долгосрочное инвестирование в инструменты со стабильным и в определенной мере гарантированным доходом, это, прежде всего, пенсионные фонды. В Европейских странах, Новой Зеландии и Канаде выпуск инфраструктурных облигаций осуществляется через агентства по финансированию местных правительств (Local Government Funding Agency), выступающие в роли агентов, объединяющих проекты муниципалитетов и осуществляющих поддержку процедуры выпуска облигаций [5, с. 94].

Существуют серьезные страновые отличия в практике поддержки финансирования строительства и создания объектов инфраструктуры. Например, в Индонезии функционирует гарантийный фонд, который является источником средств для финансирования инфраструктурных проектов государственно-частного партнерства (ГЧП). В Индонезии, Марокко и Колумбии активно работает Консультативный комитет по государственно-частным инфраструктурным проектам (Public Private Infrastructure Advisory Facility (PPIAF)). Его деятельность обеспечила формирование институтов финансирования строительства объектов инфраструктуры с использованием инструментов ГЧП, создание дополнительных налоговых стимулов и принятие мер, направленных на оптимизацию уже действующих механизмов финансирования инфраструктурных проектов.

В 2008-2009 гг. в Китайской Народной Республике была начата реализация масштабных инвестиционных программ, связанных с финансированием инфраструктурных проектов, что на тот момент существенным образом поддержало экономическую активность в стране. Спецификой схемы финансирования проектов инфраструктуры в Индии является то, что эмитентами инвестиционных облигаций являются чаще всего банки. Наиболее распространенными на индийском финансовом рынке среди облигаций этой группы являются облигации двух видов: облигации регулярного дохода и «налогосберегающие облигации». Среди облигаций регулярного дохода выделяются образовательные, пенсионные облигации и облигации других видов. «Налогосберегающие облигации» дают право

на уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль (20 %). Специфической характеристикой индийского рынка инфраструктурных облигаций является низкий уровень защиты от инфляции.

Начиная с 1947 г., Всемирный банк, привлекая другие институты развития, занимается эмиссией облигаций для реализации различных проектов в области устойчивого развития. Если анализировать общемировую статистику, то можно утверждать, что достаточно большое количество инфраструктурных проектов (до 70 %) , реализуемых на территории США, Чили, Австралии, Китая и Индии, осуществляется благодаря ресурсам, привлеченным с помощью инфраструктурных облигаций. На европейском финансовом рынке инфраструктурные облигации представлены в меньшем объеме, тем не менее, прецеденты их использования также присутствуют. Так, например, в 1998 г. при подготовке к проведению чемпионата мира по футболу для финансирования строительства стадиона Stade de France были выпущены инфраструктурные облигации. Кроме того, в Европе распространенной практикой является создание муниципальных долговых агентств, задачей которых становится обеспечение доступа к рынку капитала для региональных органов государственной власти и органов местного самоуправления в целях привлечения финансирования для реализации государственных (муниципальных) инвестиционных проектов. При этом создаются кооперативные агентства, в состав членов которых входят муниципалитеты. Согласно правилам функционирования агентств, для участников действует коллективная ответственность, и при неплатежеспособности кого-либо из участников агентства ответственность по обязательствам равномерно распределяется среди оставшихся участников. Как правило, выпуск и обращение облигаций инфраструктурной группы успешны в тех случаях, когда сформирован и четко реализуется механизм защиты прав инвесторов, вкладывающих средства в эти долговые ценные бумаги.

Существуют и негативные примеры выпуска инфраструктурных облигаций. Так, инфраструктур-

ные облигации выпускаются на финансовом рынке Казахстана достаточно давно, однако в 2008 г. был зафиксирован «громкий» дефолт по облигациям этой группы, выпущенным для финансирования одного из проектов ГЧП. Основной причиной дефолта большинством экспертов был признан высокий уровень инфляции в стране в этот период. Инвесторам был нанесен ущерб, поскольку ответственность со стороны государства при возникновении проблем, связанных с реализацией проекта, не была четко определена; в итоге проект ГЧП вынуждены были преобразовывать в государственный проект с полным выкупом пакета акций [6, с. 35].

Вопрос развития и строительства инфраструктуры является крайне важным и для России. Экономический рост регионов, улучшение условий ведения бизнеса, повышение доступности услуг для граждан и бизнеса, создание новых рабочих мест, повышение темпов ввода жилья обеспечиваются в том числе и за счет развития инфраструктуры в регионах. В частности, в последние годы активно решается проблема обеспечения граждан страны жильем, а как известно, масштабное жилищное строительство невозможно без создания объектов, относящихся к самым разным видам инфраструктуры – дорожно-транспортной, инженерной, социальной и ИТ-инфраструктуры [7, с. 293; 8, с. 77]. Но существующие бюджетные ограничения, длительные сроки окупаемости инфраструктурных проектов обуславливают недофинансирование дорожных, коммунальных, социальных и других объектов [9, с. 20; 10, с. 10]. Правительство России предпринимает серьезные усилия в наращивании общего объема инвестирования в создание объектов инфраструктуры, при этом активно используется и вариант с привлечением частных инвестиций в целях реализации инфраструктурных проектов. Проблема недофинансирования инфраструктурных проектов решается в настоящее время с помощью инструментов, вводимых федеральным проектом «Инфраструктурного меню»¹, в число которых входят инфраструктурные облигации АО «ДОМ.РФ»².

¹ См. Долгосрочную программу деятельности и развития Государственной корпорации – Фонда содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства на период 2019-2025 годов, утвержденную наблюдательным советом Государственной корпорации – Фонда содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства 29 апреля 2020 г., протокол № 79 (в редакциях от 26.04.2021 г., протокол № 85, и от 28.02.2022 г., протокол № 94); Паспорт государственной программы Российской Федерации «Развитие федеративных отношений и создание условий для эффективного и ответственного управления региональными и муниципальными финансами», утвержденной решением Правительства РФ (протокол от 28.12.2021 г. № 3); Стратегия развития строительной отрасли и жилищно-коммунального хозяйства Российской Федерации на период до 2030 года с прогнозом до 2035 года, утвержденная Распоряжением Правительства РФ от 31 октября 2022 г. № 3268-р, раздел XII.

² АО «ДОМ.РФ», являющееся финансовым институтом развития в жилищной сфере России, создано в 1997 г. (под названием «Агентство ипотечного жилищного кредитования») постановлением Правительства РФ для содействия проведению государственной жилищной политики. 100 % акций АО «ДОМ.РФ» принадлежит государству в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом (Росимущество). АО «ДОМ.РФ» является оператором ряда государственных программ поддержки, реализуемых по поручению Президента РФ. Это Государственная программа льготного кредитования на приобретение жилья от застройщиков под 6,5 %, «Дальневосточная ипотека», государственная программа поддержки семей с детьми. АО «ДОМ.РФ» осуществляет деятельность на основании Федерального закона от 13 июля 2015 г. (ред. от 30.12.2021) № 225-ФЗ «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». В структуру АО «ДОМ.РФ» входят универсальный ипотечно-строительный банк «Банк Дом.РФ», «Фонд Дом.РФ» (некоммерческая организация единого института развития в жилищной сфере), реализующий проект формирования комфортной городской среды в регионах, и др. URL: <https://дом.рф/>; URL: <https://дом.рф/mortgage/dalnevostochnaya-ipoteka/> (дата обращения: 21.06.2023).

Если рассматривать понятие инфраструктурных облигаций достаточно широко, то можно признать тот факт, что первые инфраструктурные облигации стали выпускаться с момента начала реализации концессионных соглашений и строительства платных дорог. Например, к подобным облигациям можно отнести облигации, размещенные для финансирования строительства платных дорог: трассы М-11 «Москва – Санкт-Петербург», трассы М-1 «Беларусь» (Москва – Минск), уникальной внутригородской скоростной платной магистрали «Западный скоростной диаметр» в Санкт-Петербурге. Но характеристики этих облигаций были достаточно специфичны, они являлись прямыми обязательствами проектных компаний, и, соответственно, выплата дохода и «тела» долга по ним не привязывались к денежным потокам проекта, финансирование которого обеспечивали денежные средства, привлеченные с их помощью. Строго говоря, такие параметры позволяли относить эти облигации, несмотря на направленность использования средств, к числу корпоративных облигаций [11, с. 6].

Серьезным шагом в направлении начала формирования на российском финансовом рынке класса реальных инфраструктурных облигаций стало создание в 2021 г. функционирующего в рамках АО «ДОМ.РФ» специфического стартапа – механизма инфраструктурных облигаций, являющегося на данный момент одним из самых значимых инструментов привлечения частных инвестиций в строительную отрасль. Сформированный механизм обеспечивает симбиоз элементов государственной поддержки и составляющих рыночного характера. Результатом функционирования указанного механизма инфраструктурных облигаций стала вовлеченность в создание новой инфраструктуры (прежде всего, в регионах) строительных организаций и инвесторов, работающих на долговом рынке.

Серьезным преимуществом механизма инфраструктурных облигаций стало обеспечение возможности для участников строительства инфраструктурных объектов (застройщиков, регионов, частных партнеров, концессионеров) привлечения долгосрочного внебюджетного финансирования на льготных условиях. Как участник этого процесса, ДОМ.РФ

выступает в роли структуры, обеспечивающей квалифицированный всесторонний анализ проектов, сопровождение одобренных проектов в течение всего срока реализации и привлечение финансирования проекта. Поскольку для субъектов, в которых реализуются инфраструктурные проекты, они крайне значимы, субъекты готовы активно участвовать в поддержке этих проектов путем выставления гарантии возвратности средств.

Для того чтобы работа механизма инфраструктурных облигаций стала возможной, был принят ряд нормативно-правовых актов³. В целях реализации механизма инфраструктурных облигаций было создано отдельное юридическое лицо – Общество с ограниченной ответственностью «Специализированное общество проектного финансирования «Инфраструктурные облигации» (ООО «СОПФ «Инфраструктурные облигации»), являющееся дочерней структурой АО «ДОМ.РФ», основной задачей которого является размещение инфраструктурных облигаций и далее – финансирование инфраструктурных проектов.

После регистрации Банком России в апреле 2021 г. программы облигаций объемом до 1 трлн руб. СОПФ в сентябре 2021 г. было проведено первое размещение инфраструктурных облигаций (сумма – 10 млрд руб.), второе размещение прошло в том же объеме в декабре 2021 г. Причем, первые размещения инфраструктурных облигаций прошли весьма успешно, выпуски носили полностью рыночный характер, соответственно, круг инвесторов, проявивших интерес к новому классу облигаций, оказался достаточно широким, среди них были как розничные инвесторы, так и российские и международные институциональные инвесторы. Для российского рынка капитала эти размещения стали весьма позитивным явлением, поскольку достаточно часто банки – организаторы выпуска в итоге становятся ключевыми инвесторами по размещаемым ценным бумагам. В данном случае «Банком ДОМ.РФ» был выкуплен лишь чисто символический объем бумаг для целей маркетинга и обеспечения возможности поддержки вторичной ликвидности. Международное информационное агентство Cbonds⁴ признало дебютное размещение инфраструктурных облигаций лучшим социальным выпуском по итогам 2021 г.

³ Постановление Правительства РФ от 31 декабря 2020 г. № 2459 (ред. от 19.06.2023) «Об утверждении Правил финансирования проектов с использованием облигаций специализированных обществ проектного финансирования и о внесении изменения в Положение о Правительственной комиссии по региональному развитию в Российской Федерации»; постановление Правительства РФ от 22 марта 2021 г. № 439 (ред. от 13.10.2022) «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета акционерному обществу "ДОМ.РФ" в виде вкладов в имущество, не увеличивающих его уставный капитал, в целях финансового обеспечения (возмещения) затрат специализированных обществ проектного финансирования по выплате процентного (купонного) дохода по облигациям, Правил финансового обеспечения (возмещения) затрат специализированных обществ проектного финансирования по выплате процентного (купонного) дохода по облигациям и о внесении изменения в постановление Правительства Российской Федерации от 30 декабря 2017 г. № 1710» (постановление Правительства РФ № 1710 (ред. от 22.03.2023) «Об утверждении государственной программы Российской Федерации "Обеспечение доступным и комфортным жильем и коммунальными услугами граждан Российской Федерации"» действует в ред. от 22.03.2023); постановление Правительства РФ от 13 декабря 2017 г. № 1531 (ред. от 20.04.2023) «О проведении в 2017 году реструктуризации обязательств (задолженности) субъектов Российской Федерации перед Российской Федерацией по бюджетным кредитам» и др.

⁴ Группа компаний Cbonds – информационное агентство, специализирующееся в сфере финансовых рынков. Группа осуществляет деятельность по следующим направлениям бизнеса: поддержание и развитие информационных сайтов (Cbonds.ru, Investfunds.ru, Preqvca.ru), проведение тематических конференций по финансовым рынкам, издательская деятельность (журнал Cbonds Review и ежегодные справочники). URL: <https://cbonds.ru/about/> (дата обращения: 19.06.2023).

В целом схема получения финансирования для реализации инфраструктурного проекта выглядит следующим образом:

1) подача заявки со стороны строительной компании;

2) проведение АО «ДОМ.РФ» комплексной независимой экспертизы проекта (проектов), включая проведение кредитного анализа, содержащего в том числе оценку кредитного риска, а также осуществление оценки уровня строительных и правовых рисков;

3) вынесение прошедших экспертизу проектов на Межведомственную комиссию при Минстрое России или Правительственную комиссию по региональному развитию (отобранные одной из комиссий проекты могут претендовать на получение финансирования, на основании решения комиссии заключается кредитный договор);

4) принятие СОПФ решения о выпуске инфраструктурных облигаций в зависимости от количества проектов, получивших одобрение комиссий, и одобренных суммарных объемов финансирования;

5) процесс выпуска облигаций (подготовка эмиссионной документации, работа по получению рейтинга выпуска облигаций [12, с. 44], обеспечение верификации выпуска в качестве социального, проведение процедуры размещения ценных бумаг);

6) выдача денежных средств строительным компаниям (долгосрочные кредиты, до 15 лет) и получение субсидии на покрытие разницы процентной ставки (программой предусматривается выдача льготных кредитов застройщикам по ставке в диапазоне 3–4 % годовых);

7) сопровождение выданного кредита (включая контроль целевого использования средств с помощью строительного контроля и расширенного банковского сопровождения).

Механизм инфраструктурных облигаций уже зарекомендовал себя как успешно функционирующий. С помощью АО «ДОМ.РФ» регионы смогли получить доступный, обеспечивающий существенную экономию средств источник финансирования комплексных инфраструктурных проектов, которые формируют комфортную среду для проживающих в российских регионах граждан. Зафиксированная на длительный период времени льготная процентная ставка обеспечивает более комфортное планирование и осуществление проектов, которые на рыночных условиях не были бы реализованы: по стандартным классическим облигациям среднерыночная ставка на данный момент держится на уровне 10–13 %, эта разница в стоимости привлекаемых ресурсов для российских регионов весьма существенна. Субъекты РФ проявляют высокую заинтересованность в использовании нового инструмента финансового рынка – инфраструктурных облигаций. Относительная простота получения финансирования для регионов, когда от субъекта РФ требуется только подача заявки с указанием объектов инфраструктуры, строительство которых является необходимым (все остальные этапы, процедуры получения финансирования находятся в зоне ответственности института развития), также является существенным привлекательным моментом для регионов.

Субсидирование за счет бюджетных средств процентной ставки – ключевая составляющая схемы функционирования инфраструктурных облигаций. Так, в бюджете на 2022 г. предусматривалось 1,9 млрд руб. на субсидии этой группы. Причем, с получением субсидий возникают определенные риски, которые СОПФ берет на себя. Бюджетные субсидии выделяются СОПФ только после выплат денежных средств в пользу застройщиков. При размещении облигаций на сумму большую, нежели сумма финансирования проекта, разница между этими суммами бюджетом не субсидируется. Поэтому, грамотно управляя этим риском, СОПФ идет на размещение облигаций только при достаточном количестве проектов, обеспечивая соответствие сумм облигационных размещений и объемов выданных застройщикам средств.

Строительство инфраструктурных объектов требует существенных финансовых вливаний, исключительно бюджетных источников для выполнения задач создания инфраструктурных объектов недостаточно. Основная идея выпуска инфраструктурных облигаций – обеспечение финансирования долгосрочных проектов за счет возможностей, предоставляемых в первую очередь долговым рынком страны и лишь во вторую очередь – за счет бюджетных средств (субсидий).

Крупнейшим проектом, финансируемым СОПФ ДОМ.РФ с помощью инфраструктурных облигаций, на данный момент является строительство автомагистрали «Обход Тольятти» с мостом через Волгу («Обход Тольятти» – трасса протяженностью около 100 км, которая должна стать частью транспортного маршрута «Европа – Западный Китай»). Общий размер займа по этому проекту составляет 24,2 млрд руб. Реализация проекта будет способствовать развитию городской инфраструктуры и повысит темпы жилищного строительства Самарско-Тольяттинской агломерации.

Инфраструктурные облигации могут быть привлекательными для определенных групп инвесторов (это, прежде всего, инвесторы, имеющие консервативный риск-профиль, ориентированные на ответственное инвестирование), поскольку по этим облигациям дается гарантия выплаты купонного дохода и предлагается защита от одного из основных рисков инвестирования в облигации – кредитного риска. СОПФ «Инфраструктурные облигации» берет на себя обязательство выкупа дефолтных кредитов. Грамотно проводящаяся экспертиза со стороны банка, жесткий отбор проектов с ориентацией исключительно на финансово устойчивые проекты, расширенное банковское сопровождение в период реализации проекта позволяют минимизировать риск возникновения дефолтных ситуаций по проектам. Но поскольку для российского финансового рынка механизм выпуска инфраструктурных облигаций является абсолютно новым, он нуждается в дальнейшем развитии и совершенствовании [13, с. 1086], и отдельные необходимые изменения в исходной схеме функционирования инфраструктурных облигаций уже приняты.

Важным позитивным условием размещения облигаций является государственная гарантия субъекта РФ, на территории которого реализуется проект. В тех случаях, когда проект осуществляется через схему ГЧП или концессию, гарантии со стороны субъекта РФ не предоставляются, поскольку обязательства субъектов в этих случаях обеспечиваются соответствующими соглашениями. Проблема состоит в том, что далеко не все субъекты РФ имели (и имеют) право на выдачу гарантий, поскольку исходно действовало ограничение по уровню государственного долга у субъекта РФ – он не должен был выходить за пределы 50 % доходов субъекта (повышение порога «до 75 %» допускалось в тех случаях, когда отбор проекта осуществлялся Правительственной комиссией по региональному развитию, а не Межведомственной комиссией). Таким образом, значительно закредитованные регионы лишались возможности предоставления гарантий. Ситуация с закредитованностью у российских регионов выглядит достаточно серьезно, практически у 19 субъектов РФ (из 85) отношение государственного долга субъекта на 01 октября 2022 г. к налоговым и неналоговым доходам бюджета субъекта за 12 месяцев (с 01.09.2021 по 01.09.2022) превышает 60 %⁵.

Определенным позитивным сдвигом в решении этой проблемы при получении финансирования по инфраструктурным проектам стало расширение списка допустимых вариантов обеспечения кредитов (займов). На данный момент наравне с государственными гарантиями регионов допустимыми являются независимые гарантии, полученные от институтов развития и банков с высоким кредитным рейтингом (не ниже уровня AAA по национальной шкале)⁶.

Следующим серьезным изменением программы использования инфраструктурных облигаций стало расширение перечня проектов, финансирование которых может осуществляться в рамках программы. Кроме финансируемых ранее проектов по строительству объектов дорожной, инженерной и социальной инфраструктуры, на данный момент с помощью механизма инфраструктурных облигаций могут финансироваться проекты благоустройства городских, сельских территорий и проекты по строительству и созданию туристической инфраструктуры, а также проекты по созданию объектов ИТ-инфраструктуры.

Кроме того, расширился и список потенциальных участников проектов, которые могут быть профинан-

сированы за счет средств, привлекаемых с помощью инфраструктурных облигаций. Если раньше это были в основном застройщики, дочерние структуры регионов, концессионеры, то теперь в этот список входят и другие компании, в частности, ресурсоснабжающие организации [14, с. 678]. В результате произошедших изменений значительно вырос объем проектов, которые могут претендовать на получение финансирования в рамках действия механизма инфраструктурных облигаций. Постановлением Правительства № 1003⁷ также вводится возможность передачи банковского сопровождения другим банковским структурам, что серьезно расширяет возможности участия банков в механизме инфраструктурных облигаций.

По мнению автора, несмотря на успешность функционирования СОПФ АО «ДОМ.РФ», могут быть приняты и другие шаги в направлении развития инфраструктурных облигаций на российском финансовом рынке. Например, может быть учтен существующий позитивный опыт европейских стран по созданию региональных (муниципальных) долговых агентств при наличии облигационных фондов, формируемых за счет объединения нескольких регионов (муниципальных образований в регионе). Но это требует внесения изменений и дополнений в федеральное, субфедеральное (региональное) законодательство и создания необходимой нормативной правовой базы для органов местного самоуправления (скорее всего, только для городов-миллионников).

По состоянию на июнь 2023 г., использование инфраструктурных облигаций СОПФ АО «ДОМ.РФ» одобрено для 42 проектов, реализуемых в 22 регионах, при общей сумме кредитования, превышающей 138 млрд руб. Реализация этих проектов будет способствовать росту объемов ввода в эксплуатацию жилья и улучшению жилищных условий граждан.

Следует отметить, что формирование равновесных моделей финансирования проектов, которые невозможно осуществлять исключительно на рыночных основаниях, особенно актуально для районов Арктики и Дальнего Востока.

На данный момент в обращении в Секторе устойчивого развития Московской биржи (МБ)⁸ (Сегмент национальных и адаптационных проектов) находятся пять выпусков инфраструктурных облигаций общим объемом 60 млрд руб., облигации выпущены со сроками приблизительно от двух до четырех лет.

⁵ Госдолг регионов по итогам девяти месяцев 2022 года вырос – рейтинг (публикация от 10.11.2020). URL: <https://giarating.ru/regions/20221110/630232459.html>

⁶ См. последнюю редакцию (ред. от 19.06.2023) вышеупомянутого постановления Правительства РФ от 31 декабря 2020 г. № 2459.

⁷ Постановление Правительства РФ от 19 июня 2023 г. № 1003 «О внесении изменений в Правила финансирования проектов с использованием облигаций специализированных обществ проектного финансирования и признании утратившими силу отдельных положений некоторых актов Правительства Российской Федерации» (документ вступил в силу 29.06.2023).

⁸ Как указано на сайте МБ, сектор устойчивого развития (СУР) МБ создан для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально-значимых проектов. СУР состоит из четырех самостоятельных сегментов: сегмента «зеленых» облигаций, сегмента «социальных» облигаций, сегмента облигаций «устойчивого развития» и сегмента «национальных и адаптационных проектов». В СУР могут быть включены облигации российских и иностранных эмитентов, а также субфедеральные (региональные) и муниципальные облигации при соответствии требований, указанных в Правилах листинга Московской биржи. URL: <https://ncsp-expert.ru/сектор-устойчивого-развития-московс/> (дата обращения: 19.06.2023).

Таблица 1

**Выпуски инфраструктурных облигаций, представленные на Московской бирже
в рамках Сектора устойчивого развития***

Эмитент	Краткое наименование инструмента	Сегмент сектора/ тип облигаций	Ставка текущего, последнего купона	Объем выпуска (шт.)	Дата начала размещения	Дата погашения
СОПФ "Инфраструктурные облигации"	ИнфрОблР1	Сегмент национальных и адаптационных проектов	8,00 %	10 000 000	23.09.2021	15.11.2024
СОПФ "Инфраструктурные облигации"	ИнфрОблР2	Сегмент национальных и адаптационных проектов	9,05 %	10 000 000	23.12.2021	15.11.2023
СОПФ "Инфраструктурные облигации"	ИнфрОблР3	Сегмент национальных и адаптационных проектов	9,90 %	15 000 000	18.10.2022	15.11.2025
СОПФ "Инфраструктурные облигации"	ИнфрОблР4	Сегмент национальных и адаптационных проектов	9,95 %	10 000 000	21.12.22	15.11.26
СОПФ "Инфраструктурные облигации"	ИнфрОблР5	Сегмент национальных и адаптационных проектов	9,65 %	15 000 000	26.05.23	15.05.26

* Источник: Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s3019> (дата обращения: 19.06.2023).

После ухода иностранных инвесторов с российского фондового рынка роль розничных инвесторов стала очень значимой. Внимание этой группы инвесторов в условиях высокой инфляции, как правило, ощутимо смещается в пользу акций. Однако облигации, в целом (переставила запятую) являясь более стабильными с точки зрения доходности инструментами по сравнению с акциями, также могут быть востребованы [15, с. 94; 16, с. 8]. Поскольку инфраструктурные облигации относятся к числу долговых инструментов, связанных с устойчивым развитием, они могут быть привлекательными инструментами для отдельных групп инвесторов [17, с. 94; 18, с. 8]. Но у этих облигаций существуют и недостатки, о которых уже было сказано выше. Так, серьезными недостатками при инвестировании в инфраструктурные облигации являются низкие ликвидность и доходность. Спрос на облигации этой группы на Московской бирже невелик. На российском финансовом рынке присутствует довольно много более привлекательных для розничных инвесторов инструментов. Как правило, это либо банковские вклады с государственной гарантией в размере 1,4 млн руб., либо корпоративные облигации российских компаний [19, с. 101; 20, с. 6]. Депозиты банков становятся

особенно привлекательными в условиях роста ключевой ставки. Повышение значения ключевой ставки в июне 2023 г. до 8,5 % и среднесрочный прогноз Банка России по значению ключевой ставки на 2024 г. в рамках базового сценария на уровне 8,5–9,5 %⁹ однозначно станут для розничных инвесторов дополнительными стимулами к размещению денежных средств в банковские депозиты. Инфраструктурные облигации не могут конкурировать с банковскими депозитами, поскольку облигации этой группы – гораздо более сложный инструмент, схема функционирования которого не всегда понятна среднестатистическому розничному инвестору. Инфраструктурные облигации могут стать достойным конкурентом облигациям федерального займа (ОФЗ) на российском финансовом рынке, поскольку при сопоставимом уровне надежности (по национальной кредитной шкале – рейтинг «AAA»), инфраструктурные облигации могут обеспечивать меньшую премию по доходности по сравнению с ОФЗ. На данный момент уровень доходности по облигациям крупных компаний с рейтингом на уровне «А» выше 13,5 %, высокая доходность при приемлемом уровне рисков обуславливает высокую привлекательность этих долговых инструментов для инвесторов.

⁹ URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45148/forecast_230721.pdf



Источник: Банк России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 21.06.2023).

Изменение ключевой ставки Банка России за период с 14 октября 2013 года по 21 июля 2023 года

Российские компании в условиях ожидания повышения ключевой ставки летом 2023 г., пытаются воспользоваться относительно благоприятными условиями заимствования, достаточно активно размещали на рынке в первой половине 2023 г. свои облигации. Кроме того, в рамках национального облигационного рынка выделяется сегмент высокодоходных облигаций, интерес к инструментарию которого со стороны розничных инвесторов практически всегда остается высоким, доля розничных инвесторов в облигациях этой группы приближается к 100 %.

При наличии на рынке большого количества более доходных альтернатив привлечь средства розничных инвесторов в государственный и инфраструктурный долг достаточно сложно, изменить ситуацию, по мнению автора, можно только с помощью возврата к отмене НДС по купону в отношении этих видов облигаций (эта налоговая льгота действовала по ОФЗ до 2021 г.).

Необходимо отметить, что реализация федерального проекта «Инфраструктурное меню» на данный момент является одним из значимых направлений государственной поддержки регионов. Успешное развитие механизма инфраструктурных облигаций

сможет обеспечить ускорение темпов развития рынка инфраструктуры и жилищной отрасли. ООО «СОПФ Инфраструктурные облигации» планирует масштабировать механизм, сделать его еще более эффективным, еще более комфортным и доступным для регионов. Недостаток денежных средств для строительства сопутствующей инфраструктуры существенно ограничивает развитие строительства в регионах, именно эту проблему и позволяет решать такой инструмент, как инфраструктурные облигации.

Литература

1. *Абрамян Г. А.* Инфраструктурные облигации как инструмент привлечения инвестиций в регион и повышения конкурентоспособности его экономики // Социальные и экономические системы. 2020. № 5 (17). С. 180-190.
2. *Протас Н. Г., Зенкова П. Л.* Инфраструктурные облигации как инструмент финансового инжиниринга для финансирования проектов государственно-частного партнерства // Индустриальная экономика. 2021. № 5-1. С. 75-82. DOI: 10.47576/2712-7559_2021_5_1_75

3. Федорова С. В., Куликов В. А. Инфраструктурные облигации как инструмент финансирования проектов государственно-частного партнерства в сфере жилищного строительства и коммунальной инфраструктуры // Экономический вектор. 2023. № 1 (32). С. 116-121. DOI: 10.36807/2411-7269-2023-1-32-116-121
4. Ахмедов З. Э. Инфраструктурные облигации как перспективный инструмент формирования активов пенсионной системы // Ученые записки Института управления, бизнеса и права. Серия: Экономика. 2014. № 4. С. 107-113.
5. Сазыкина С. А. Инфраструктурные облигации: зарубежный опыт и риски применения в России // Научный результат. Экономические исследования. 2018. Т. 4. № 1. С. 94-98.
6. Шадиева Т. С. Инфраструктурные облигации: причины неудачного применения в Казахстане // Журнал «У». Экономика. Управление. Финансы. 2016. № 2. С. 35-46.
7. Шемякин Т. Ю., Чуркина А. А., Федорова П. А. Инфраструктурные облигации как фактор развития рынка проектного финансирования в России // Вестник Московского гуманитарно-экономического института. 2022. № 1. С. 293-303. DOI: 10.37691/2311-5351-2022-0-1-293-303
8. Кубасова Т. И., Новикова Н. Г., Полякова Н. В. Инфраструктурные облигации как инструмент финансирования инфраструктуры жилищного строительства // Проблемы социально-экономического развития Сибири. 2022. № 2 (48). С. 77-83. DOI: 10.18324/2224-1833-2022-2-77-83
9. Игнатова Т. В., Алифанова Е. Н. Институциональная характеристика бюджетного финансирования общественного сектора // Финансовые исследования. 2018. № 2(59). С. 20-26.
10. Анненская Н. Е., Марков Р. И., Рубцов Б. Б. Финансовые инновации в сфере управления сред-

ствами субфедеральных публично-правовых образований // Банковские услуги. 2023. № 2. С. 10-16. DOI: 10.36992/2075-1915_2023_2_10

11. Тропина Ж. Н. Облигации как источник финансовых ресурсов предприятия // Контентус. 2018. № 7 (72). С. 57-62.

12. Тропина Ж. Н. Кредитные рейтинги корпоративных облигаций // E-Scio. 2018. № 7 (22). С. 44-49.

13. Сергеев А. Д. Инфраструктурные облигации: особенности реализации и направления совершенствования // Самоуправление. 2023. № 2 (135). С. 1086-1090.

14. Маслова Ж. С. Инфраструктурные облигации в сфере ЖКХ // Молодые ученые – развитию технологической инициативы (ПОИСК). 2022. № 1. С. 678-680. URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=49223314>

15. Тропина Ж. Н. Перспективы развития розничного инвестирования на облигационном рынке // Контентус. 2018. № 8 (73). С. 1-6.

16. Тропина Ж. Н. Защита прав инвесторов на рынке облигаций // Контентус. 2018. № 8 (73). С. 41-47.

17. Тропина Ж. Н. ESG – облигации, перспективы развития инструмента в условиях санкций // Сибирская финансовая школа. 2023. № 1 (149). С. 94-101. DOI: 10.34020/1993-4386-2023-1-26-34

18. Анненская Н. Е., Киселева Е. В. Инвестиции в устойчивое развитие в России // Банковские услуги. 2018. № 10. С. 8-15.

19. Гарнов А. П., Афанасьев Е. В. Проблемы привлечения физических лиц на российский фондовый рынок // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. 2023. Т. 20. № 1. С. 101-108. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-1-101-108

20. Тропина Ж. Н. Размещение денежных средств на российском финансовом рынке частными инвесторами // Вестник Института экономики и антикризисного управления. 2020. № 28. С. 6. URL: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/28/Tropina-02.pdf>.

Сведения об авторе

Тропина Жанна Николаевна – канд. экон. наук, доцент Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия. E-mail: tropina_zanna@inbox.ru

INFRASTRUCTURE BONDS: THE SPECIFICS OF THE FUNCTIONING OF THE TOOL

Zh. Tropina

*Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia*

The article deals with topical issues of the development of such a specific segment of the national bond market as the segment of infrastructure bonds. The author examines the issues of the formation of this instrument in the Russian financial market. The article presents a scheme for issuing infrastructure bonds by a subsidiary of JSC "DOM.RF" – LLC "SOPF "Infrastructure Bonds", analyzes the latest changes made to the mechanism of issuing infrastructure bonds. The author, considering the specifics of the issue of infrastructure bonds, analyzes the possibilities of investing in this instrument for various groups of investors.

Key words: infrastructure bonds, infrastructure construction projects, concession agreements, public-private partnership agreements, developers, subsidies, guarantees.

References

1. Abramyan G. A. Infrastructure bonds as a tool to attract investment to the region and increase the competitiveness of its economy, *Sotsial'nye i ekonomicheskie sistemy*, 2020, No. 5 (17), pp. 180-190. (In Russ.)
2. Protas N. G., Zenkova P. L. Infrastructure bonds as a financial engineering tool for financing public-private partnership projects, *Industrial'naya ekonomika*, 2021, No. 5-1, pp. 75-82. DOI: 10.47576/2712-7559_2021_5_1_75 (In Russ.)
3. Fedorova S. V., Kulikov V. A. Infrastructure bonds as a tool for financing public-private partnership projects in the field of housing construction and communal infrastructure, *Ekonomicheskii vector*, 2023, No. 1 (32), pp. 116-121. DOI: 10.36807/2411-7269-2023-1-32-116-121 (In Russ.)
4. Akhmedov Z. E. Infrastructure bonds as a promising tool for the formation of pension system assets, *Uchenye zapiski Instituta upravleniya, biznesa i prava. Seriya: Ekonomika*, 2014, No. 4, pp. 107-113. (In Russ.)
5. Sazykina S. A. Infrastructure bonds: foreign experience and risks of application in Russia, *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya*, 2018, Vol. 4, No. 1, pp. 94-98. (In Russ.)
6. Shadieva T. S. Infrastructure bonds: reasons for unsuccessful application in Kazakhstan, *Zhurnal «U». Ekonomika. Upravlenie. Finansy*, 2016, No. 2, pp. 35-46. (In Russ.)
7. Shemyakin T. Yu., Churkina A. A., Fedorova P. A. Infrastructure bonds as a factor in the development of the project financing market in Russia, *Vestnik Moskovskogo gumanitarno-ekonomicheskogo instituta*, 2022, No. 1, pp. 293-303. DOI: 10.37691/2311-5351-2022-0-1-293-303 (In Russ.)
8. Kubasova T. I., Novikova N. G., Polyakova N. V. Infrastructure bonds as a tool for financing housing construction infrastructure, *Problemy sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Sibiri*, 2022, No. 2 (48), pp. 77-83. DOI: 10.18324/2224-1833-2022-2-77-83 (In Russ.)
9. Ignatova T. V., Alifanova E. N. Institutional characteristics of public sector budget financing, *Finansovye issledovaniya*, 2018, No. 2 (59), pp. 20-26. (In Russ.)
10. Annenskaya N. E., Markov R. I., Rubtsov B. B. Financial innovations in the management of funds of sub-federal public legal entities, *Bankovskie uslugi*, 2023, No. 2, pp. 10-16. DOI: 10.36992/2075-1915_2023_2_10 (In Russ.)
11. Tropina Zh. N. Bonds as a source of financial resources of the enterprise, *Kontentus*, 2018, No. 7 (72), pp. 57-62. (In Russ.)
12. Tropina Zh. N. Credit ratings of corporate bonds, *E-Scio*, 2018, No. 7 (22), pp. 44-49. (In Russ.)
13. Sergeev A. D. Infrastructure bonds: implementation features and areas of improvement, *Samoupravlenie*, 2023, No. 2 (135), pp. 1086-1090. (In Russ.)
14. Maslova Zh. S. Infrastructure bonds in the housing and utilities sector, *Molodye uchenye – razvitiyu tekhnologicheskoi initsiativy (POISK)*, 2022, No. 1, pp. 678-680. Available at: <https://elibrary.ru/item.asp?id=49223314> (In Russ.)
15. Tropina Zh. N. Prospects for the development of retail investment in the bond market, *Kontentus*, 2018, No. 8 (73), pp. 1-6. (In Russ.)
16. Tropina Zh. N. Protection of investors' rights in the bond market, *Kontentus*, 2018, No. 8 (73), pp. 41-47. (In Russ.)
17. Tropina Zh. N. ESG – bonds, prospects for the development of the instrument under sanctions, *Sibirskaya finansovaya shkola*, 2023, No. 1 (149), pp. 94-101. DOI: 10.34020/1993-4386-2023-1-26-34 (In Russ.)
18. Annenskaya N. E., Kiseleva E. V. Investments in sustainable development in Russia, *Bankovskie uslugi*, 2018, No. 10, pp. 8-15. (In Russ.)
19. Garnov A. P., Afanas'ev E. V. Problems of attracting individuals to the Russian stock market, *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G.V. Plekhanova*, 2023, Vol. 20, No. 1, pp. 101-108. DOI: 10.21686/2413-2829-2023-1-101-108 (In Russ.)
20. Tropina Zh. N. Placement of funds on the Russian financial market by private investors, *Vestnik IEAU*, 2020, No. 28, pp. 6. (In Russ.)

About the author

Zhanna N. Tropina – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Financial Markets and Financial Engineering of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia.
E-mail: tropina_zanna@inbox.ru