

Магистраль взаймы

Тема недели

Москва, 13.07.2020

Евгения Обухова

«Эксперт» №29 (1170)

Как народные облигации могут помочь в строительстве дорог и как должна быть устроена схема инфраструктурной ипотеки



Алтай, Чуйский тракт

ЮРИЙ СМИТЮК/ТАС

Минтранс задумался над тем, как организовать финансирование транспортных проектов. В начале июня в министерстве прошло заседание координационного совета по инвестициям, на котором обсуждалось, как стимулировать инвестиции в транспортную отрасль, в том числе

с помощью инфраструктурных облигаций. По итогам совета министр транспорта **Евгений Дитрих** заявил, что один из вариантов — схемы, которые применяет Минстрой в жилищном строительстве. Министр также добавил, что речь может идти и о привлечении средств россиян, которые захотят поучаствовать в финансировании строительства тех или иных транспортных объектов, то есть о неких «народных» инфраструктурных облигациях. Однако логичнее выглядел бы именно механизм рефинансирования, подобный тому, что использовался для стимулирования ипотечного рынка. Напомним, суть в том, что «Дом.РФ» (ранее АИЖК) рефинансирует портфели ипотечных кредитов и поддерживает ликвидность и стоимость ипотечных облигаций в долгосрочном периоде с использованием государственной поддержки. Это позволяет инвесторам в ипотечные ценные бумаги покупать и продавать их в любой момент.

Подобную систему можно организовать и вокруг транспортных проектов, а частные инвесторы при желании могут подключиться к такому механизму позже. И если вся схема будет выстроена грамотно, мы получим всевозрастающий поток вложений в дороги при совершенно новом их качестве.

За счет облигаций может быть профинансировано строительство скоростной трассы Москва — Казань

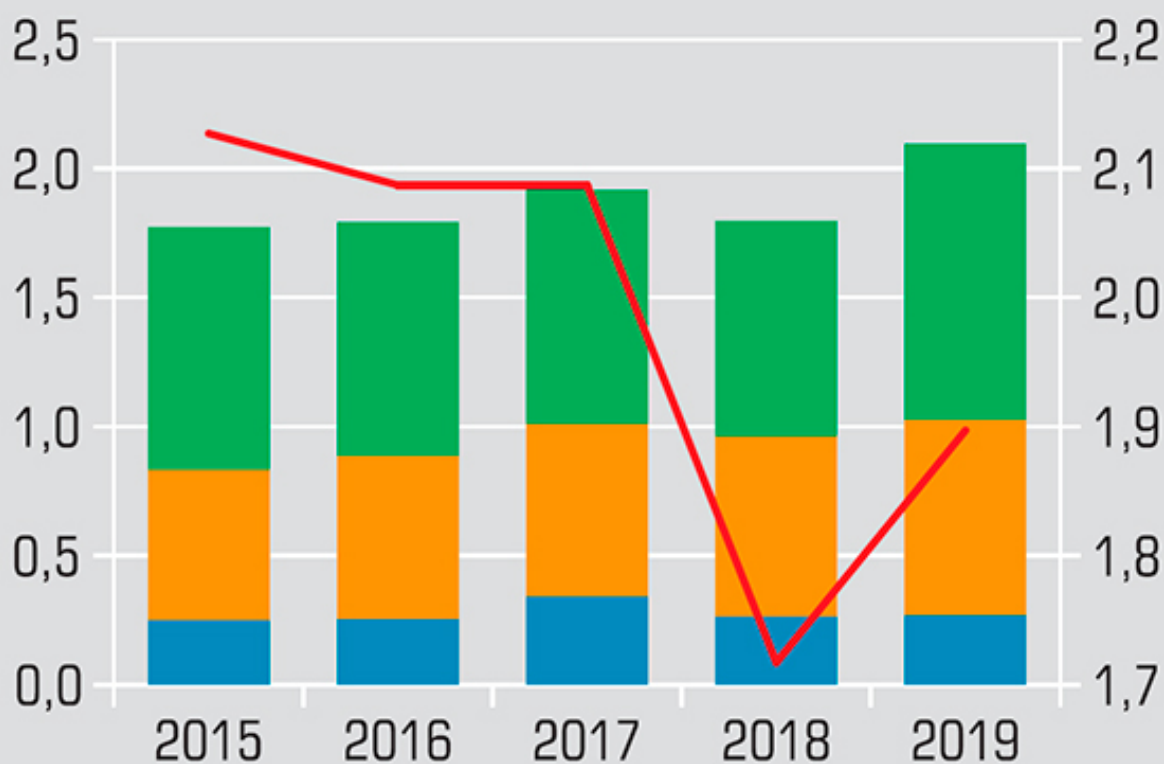


За счет облигаций может быть профинансировано строительство скоростной трассы Москва — Казань

Большие планы

Расходы на дороги в России стабильно невелики

График 1



расходы консолидированного бюджета России на инфраструктуру,

% ВВП

трлн руб.

- Автодороги ■ Прочий транспорт
- Остальные расходы
- Относительно ВВП (правая шкала)

Источник: InfraOne

Расходы на дороги в России стабильно невелики

Дорожное строительство в стране много лет находится в замершем или крайне вялом состоянии. С 2013 года протяженность автомобильных дорог в России — всех, включая грунтовые, — выросла менее чем на 10%, скоростных магистралей в стране строится менее тысячи километров в год (тем временем Китай строит ежегодно 10–12 тыс. км автобанов), на дороги федерального значения приходится менее 4% национальной автодорожной сети общего пользования. Результат закономерен: по плотности автомобильных дорог Россия с показателем 89 км на 1000 кв. км серьезно уступает большинству развитых и крупных развивающихся стран мира. Собственно, инвестиции в транспорт просто отражают этот факт: ежегодно они держатся на уровне жалких 2% ВВП (см. график 1).

Поправить ситуацию должен нацпроект «Безопасные и качественные автодороги» и Комплексный план развития магистральной

инфраструктуры. Последний предполагает, что к 2024 году доля автомобильных дорог, работающих без перегрузки, в общей протяженности автомобильных дорог, относящихся к международному транспортному маршруту Европа — Западный Китай (ЕЗК) вырастет с 27 до 67%, а суммарная провозная способность магистралей вырастет со 123 млн до 182 млн тонн. Собственно, маршрут — ключевой «автомобильный» проект, на котором правительство сосредоточится в ближайшие годы. В него входит строительство скоростной автомобильной дороги Москва — Нижний Новгород — Казань», который сразу даст прирост сети скоростных автомобильных дорог в доверительном управлении ГК «Автодор» на 30% (729 км) и сократит время в пути между Москвой и Казанью с 12 до 6,5 часа. Еще один кусок коридора ЕЗК — обход Тольятти с мостовым переходом через Волгу (сократит время в пути между Москвой и Самарой с 16 до 8 часов), а также строительство российского участка платной автомагистрали «Меридиан» (детали этого проекта пока неизвестны).

Кроме того, в Комплексном плане предусмотрено строительство сети скоростных автомобильных дорог между региональными центрами протяженностью 708 км (рост на 28% к

уровню 2018 года), строительство и реконструкция участков автомобильных дорог федерального значения общей протяженностью 958,8 км, мост через Енисей у пос.

Высокогорский, 49 развязок на автомобильных и железных дорогах.

Уже перечисление всех этих масштабных планов заставляет заподозрить, что финансирование потребуется серьезное. И правда: на ЕЗК нужно 655 млрд рублей, из которых бюджет выделит лишь 390 млрд, на прочие дороги и развязки — еще 1,7 трлн (1,37 даст федеральный бюджет, остальное — внебюджетные источники). И это без учета железных дорог, морских портов, водных путей и прочей транспортной инфраструктуры, также предусмотренной комплексным планом.

Поэтому неудивительно, что Минтранс серьезно озабочен привлечением инвестиций, а также тем, какой механизм подойдет для этого лучше всего.

«Президент еще два года назад говорил о необходимости запуска инфраструктурной ипотеки, но этот инструмент так никто и не создал, — напоминает **Александр Баженов**, председатель совета директоров компании "ИнфраКАП". — Минфин провел закон о соглашениях о защите и поощрении

капиталовложений (СЗПК) для комплексных промышленных проектов. Минэкономразвития заканчивает готовить поправки в законы о концессионных соглашениях и ГЧП. Но ни одна из этих инициатив не решает проблемы расширенного предложения длинных денег в инфраструктурное строительство. В связи с этим Минтранс возвращает в повестку экономических реформ вопрос об инфраструктурной ипотеке».

Дорога на выбор

Алексей Жундриков, главный аналитик InfraOne Research, полагает, что с помощью частных, в том числе «народных» инвестиций могут быть профинансированы любые транспортные проекты. «Из-за того что государство пока не собирается заметно снижать расходы на инфраструктурные нацпроекты (к ним относятся “Безопасные и качественные автомобильные дороги” и комплексный план), шансы, что при растущем бюджетном дефиците привлеченные в результате эмиссии “народных” облигаций деньги направят на них, могут оказаться выше, — говорит он. — Но это будет возможно, если эмитентом облигаций будет само государство и оно же выступит гарантом возврата таких инвестиций (как, например, это сделано для ОФЗ-н, выпускаемым Минфином)».

Можно предположить, что в случае выпуска «народных» транспортных облигаций финансировать предложат в первую очередь автомобильные дороги. У всех остальных видов транспортных проектов или есть свои очевидные бенефициары, как в случае с морскими портами и аэропортами, а что касается РЖД, то они и вовсе спокойно занимают деньги на долговом рынке, в том числе с помощью «вечных» облигаций. Это и не удивительно: РЖД имеет постоянный и непрерывный объем работы.

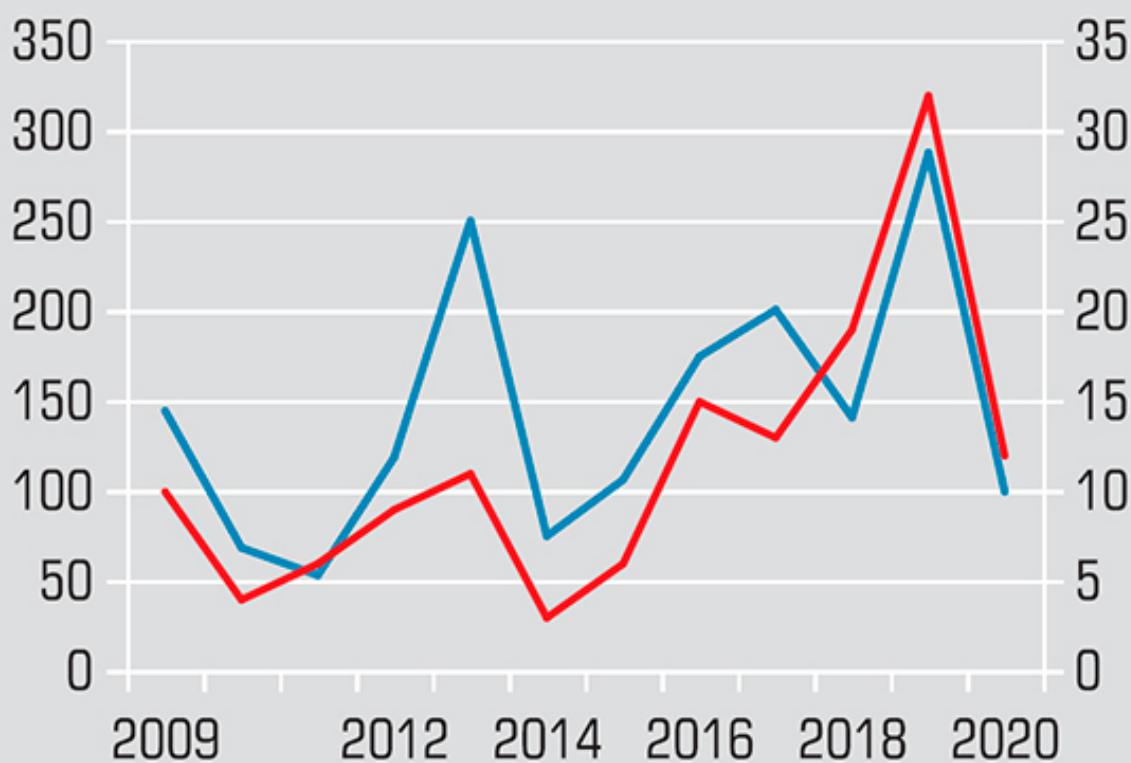
А вот у ГК «Автодор», крупнейшего в России оператора платных скоростных автомагистралей (именно на него возложено привлечение частных инвестиций и повышение качества жизни населения страны за счет улучшения транспортной доступности; он является государственным заказчиком при проектировании, строительстве и эксплуатации скоростных автомобильных дорог и реализует дорожные коридоры Север — Юг и Запад — Восток), с этим проблемы: компания ограничена в доходах от действующих платных дорог, а риски строительства новых дорог с большой вероятностью могут сдвинуть получение доходов, необходимых для обслуживания долга, что наглядно демонстрирует опыт ЦКАД. Объем выпущенных

«Автодором» облигаций на конец 2019 года составлял 166,1 млрд рублей, из них около 60% размещены за счет средств Фонда национального благосостояния по сниженной ставке купона. До 2024 года общий объем облигационного портфеля «Автодора» может вырасти до 268,5 млрд рублей, но не факт, что в ФНБ найдутся деньги, чтобы и дальше финансировать стройки «Автодора». Так что в первую очередь ему надо искать новых инвесторов.

Попытки концессий

Финансирование транспортной инфраструктуры через облигации буксует

График 2



млрд руб.

ед.

В выборке учтены компании и общества, которые производили эмиссии облигаций под финансирование инвестиционных программ, на общекорпоративные цели, а также рефинансирование кредитов и относятся к транспортному или смежному сектору (в том числе: РЖД, «Мостотрест», ЗСД, СЗКК, «Главная дорога», «Автобан-Финанс», «Автодор» и др.).

- Суммарный объем размещенных облигационных займов
- Количество выпусков (правая шкала)

Источники: данные Cbonds, расчеты InfraOne Research

Финансирование транспортной инфраструктуры через облигации буксует

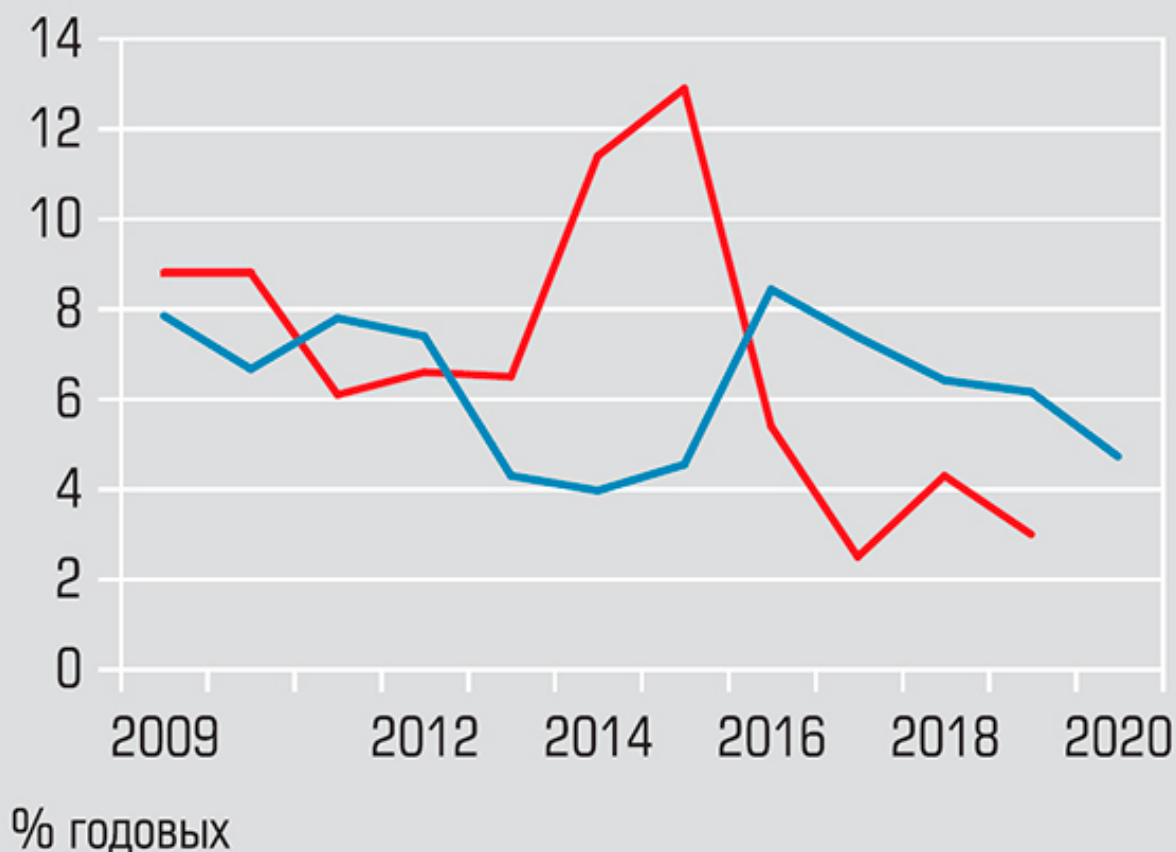
Однако инфраструктурные облигации в России развиваются, как и строительство дорог, не слишком активно (см. график 2). Обычно инфраструктурными именуются просто облигации компаний, которые имеют отношение к инфраструктуре, например РЖД. А действительно «инфраструктурными» являются концессионные бонды и облигации, выпущенные специальными обществами проектного финансирования (СОПФ) для финансирования именно инфраструктурных проектов. Первый такой выпуск появился в 2010 году — тогда компания «Главная дорога» заняла 8,3 млрд рублей на строительство платного участка трассы М-3 в обход подмосковного Одинцова.

Компания InfraOne Research проанализировала выпуски облигаций компаний транспортного или смежных инфраструктурных секторов (в том

числе в эту выборку попали выпуски эмитентов концессионных бондов в части транспортных проектов) и подсчитала, что сейчас в обращении находится 140 таких выпусков на 1,7 трлн рублей (см. график 2). По сравнению с общим объемом рынка корпоративных и государственных бондов (около 24 трлн рублей) это сумма заметная, но и не такая уж большая. Основные покупатели таких бумаг — крупные банки и негосударственные пенсионные фонды.

Новостные агентства передали со ссылкой на Евгения Дитриха, что Министерство транспорта планирует предложить российским гражданам механизм вложения денег в строительство инфраструктуры. Однако если речь будет идти о некоем аналоге «народных» ОФЗ, это особо не поможет привлечению инвестиций. Дело в том, что «прямая» схема: некое специальное общество, созданное для строительства моста или дороги, выпускает облигации, а потом строит — в данном случае не очень эффективна и привлекательна: риски строительства на начальном этапе слишком высоки, а если попытаться окупить их через тариф, есть риск сделать его слишком высоким.

доходность примерно на уровне инфляции



- Средняя текущая ставка купонов по выпускам облигаций инфраструктурных компаний в обращении
- Инфляция

Источники: данные Cbonds, расчеты InfraOne Research, Росстат

На длинном периоде инфраструктурные облигации дают доходность примерно на уровне инфляции

Вообще, идея частных инвестиций в транспортную инфраструктуру довольно стара: еще в XIX веке на деньги частных акционерных обществ строились первые трамвайные линии, так называемые конки (в частности, на них обогатился легендарный американский предприниматель Чарльз Тайсон Йеркес).

В Российской империи привлечение частного капитала в железные дороги происходило с

капитала в железные дороги происходило с размахом: в 1857 году было основано русско-французское акционерное «Главное общество российских железных дорог», в числе акционеров был император Александр II.

Правительство предоставило инвесторам гарантию пятипроцентного дохода на все бумаги общества, причем инвесторы получали стабильный доход независимо от результатов деятельности железнодорожной компании (классическая концессия с весьма щедрыми условиями). Иностранные соучредители общества взвинтили цены акций, заработали на этом, а потом утратили интерес к строительству российских железных дорог. Тем не менее за 1866–1873 годы было образовано 34 акционерных общества, занимавшихся строительством железных дорог; правда, их цель часто заключалась в привлечении денег и лишь во вторую очередь в строительстве. К началу 1881 года 93% железнодорожной сети Российской империи находилось в частном владении, но потом казна начала активно выкупать у частных железные дороги.

В целом уже тогда проявились все главные проблемы инвестиций в транспорт: государству они обходятся слишком дорого из-за коррупции, а частных закономерно интересует только

доход, что также ведет к злоупотреблениям и завышению стоимости строительства. И все это накладывается на неочевидную окупаемость большинства проектов, так как найти баланс между тарифом и платежеспособностью довольно сложно. Неудивительно, что розничные инвесторы мало участвовали в транспортных инвестициях, раз уж даже крупным предпринимателям сложно оценить выгоды инфраструктурных вложений.

Дорога как роскошь

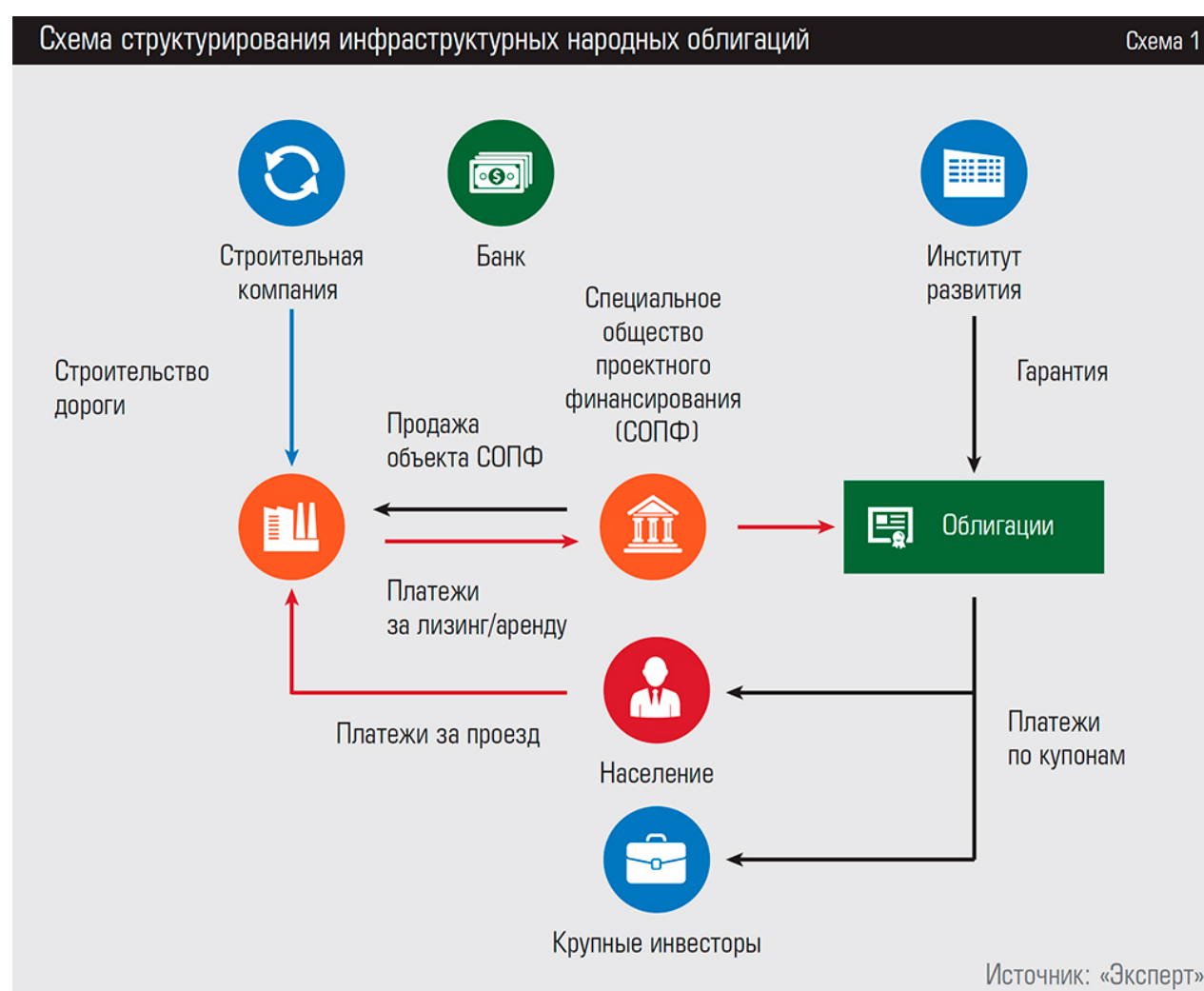


Схема структурирования инфраструктурных народных облигаций

ИСТОЧНИК: «ЭКСПЕРТ»

Нечто сходное с тем, как было устроено финансирование первых железных дорог в

Российской империи, наблюдается сейчас с платными автодорогами. Базовая бизнес-модель ГЧП в автодорожной отрасли такова: концессионер-частник строит дорогу и затем эксплуатирует ее десять-двадцать лет, после чего дорога переходит под управление государства. Возврат инвестиций концессионера — за счет тарифной платы. Причем в большинстве случаев поток будущих эксплуатационных доходов гарантируется государством. Это привело к тому, что большинство контрактов ГЧП в автодорожной сфере заключено по так называемым «долгосрочным инвестиционным соглашениям» с довольно короткими сроками, концессионеры нещадно завышают тарифы на проезд по вверенным им участкам дорог, в результате чего трафик на платных дорогах отстает от запланированного (подробнее см. «Нам такие дóроги дороги», «Эксперт» № 45 за 2019 год). Если перейти к концессионным облигациям, то это неудивительно что в таких условиях это неликвидные бумаги, которые находятся в портфелях пенсионных фондов и других структур крупных финансовых групп, под которые изначально и были структурированы эти выпуски. Доходность по ним может быть очень хорошей (так, доходность на собственный капитал для концессионеров, заложенная в

договоре на строительство ЦКАД, должна составить 15%, а для долгосрочных инвестиционных соглашений доходность плавающая — из расчета инфляция плюс 8,3–8,5 процентного пункта), да и в целом концессионные бонды дают доход плюс-минус на уровне инфляции, что вполне прилично для длинных бумаг. Но привлекать на низколиквидный рынок сверхдлинных бумаг граждан — чистое безумие.

«Физические лица заинтересованы в более коротком сроке обращения этих бумаг (например, у “народных” облигаций Минфина срок обращения — три года), — говорит Алексей Жундриков из InfraOne Research. — Поэтому мы полагаем, что у “народных” инфраструктурных облигаций срок (в случае их появления) может оказаться более коротким, чем у “традиционных” облигационных заимствований в сфере инфраструктуры».

«Я не думаю, что физические лица способны сформировать существенную часть спроса на такие бумаги, — соглашается **Евгений Жорнист**, портфельный управляющий УК “Альфа-Капитал”. — Скорее покупателями будут институциональные инвесторы. Очевидно, что доходность таких облигаций будет выше, чем у ОФЗ, но выше будут

и риски». При этом сама идея выпуска неких инфраструктурных бондов для финансирования транспортных проектов выглядит вполне логичной, полагает г-н Жорнист: в этом году предстоит занять через ОФЗ рекордные пять триллионов рублей, что на фоне оттока нерезидентов выглядит задачей нетривиальной. Размещение инфраструктурных облигаций позволит привлечь более широкий пласт инвесторов, чем в ОФЗ.

Задача привлечения больших объемов частных денег выглядит нерешаемой, если только не поменять принцип функционирования всей системы привлечения капитала в инфраструктуру и не создать механизм инфраструктурной ипотеки, который и был в основе «Дом.РФ» (ранее АИЖК).

Рычаг, а не заказчик

Механизм рефинансирования, созданный в свое время в виде АИЖК, копирует механизм классических американских доходных облигаций (revenue bonds). Отличие от обращающихся сегодня на наших биржах концессионных бондов в том, что такие облигации выпускаются уже на стадии эксплуатации инфраструктурного объекта, когда он генерирует стабильный денежный поток, который и становится

источником выплат. Строительные же риски берут на себя в основном банки. Построив объект, они рефинансируют его в специализированном институте развития, которым и является АИЖК («Дом.РФ»).

Эта схема может быть масштабирована на любой сектор — транспорт, ЖКХ, что угодно. Повторим общую идею: сначала объект (котельная, теплосеть, водоканал, дорога, мост и т. д.) строится или модернизируется на кредитные деньги, потом продается специальной компании (по типу SPV, Гражданский кодекс дает возможность создавать специальные финансовые общества или специальные общества проектного финансирования, СОПФ) и берется в лизинг либо аренду инфраструктурной компанией. СОПФ формируют пулы, выкупая однородные объекты в разных регионах, а потом выпускают облигации. Институт развития стоит «сверху» и выступает ответственным партнером по экспертизе построенных проектов, организатором облигационных выпусков, гарантом своевременности купонных платежей (см. схему 1).

Дальше уже детали: облигации выпускаются на пулы однородных объектов и делятся на транши. Два старших, самых надежных транша получают рейтинг и включаются в ломбардный список ЦБ,

их покупают население и пенсионные фонды, а также банки и другие портфельные инвесторы. Средний транш приобретает институт развития. Младшие транши приобретаются концессионером и (или) регионом, где построена или реконструирована дорога. Подробно о такой схеме «Эксперт» уже писал (см. «Заем “Обустроим Россию”», № 24 за 2017 год). Как мы видим, население тут спокойно участвует как соинвестор — но точно не как основной инвестор — и не принимает на себя самые большие риски.

Очевидно, что в случае с транспортом и нацпроектами роль такого института развития должна быть отведена ГК «Автодор».

«Смысл в том, чтобы, как это было сделано со строительством жилья, обеспечить транспортную отрасль длинными деньгами — но длинными не в том плане, что их никому не нужно вернуть раньше, а длинными в смысле непрерывности их использования в проекте (неизымаемости, неизменности условий использования) в течение длительного времени, — поясняет Александр Баженов. — У инвестиционного процесса в жилищном строительстве и в строительстве платных дорог общая особенность в том, что никто, кроме

банков, не способен эффективно финансировать и контролировать такое строительство. И не надо их лишать этого сегмента. В то же время понятно, почему возникает раздражение против банков в дорожном строительстве: сейчас в сфере проектного финансирования они фактически организовали олигополию и диктуют строителям условия, которые не всегда адекватны экономике инвестиций и строительства в дорожной инфраструктуре. Эта олигополия возникла вследствие того, что действующий механизм проектного финансирования требует очень больших банков, чтобы финансировать редкую инфраструктурную экспертизу, выдерживать нормативы банковского регулирования при реализации крупных проектов немногочисленными строительными компаниями. В жилищном строительстве эту проблему решили за счет рефинансирования стройки ипотечным кредитованием покупателей жилья. Эти кредиты оказались свободны от строительного риска, и с учетом механизма поддержки обращения производных бумаг они доступны большому количеству банков, в том числе не финансирующих строительство. Размер и там имеет значение, но диалог базируется на общенациональных стандартах. За короткий период с 2007 года в стране был создан новый

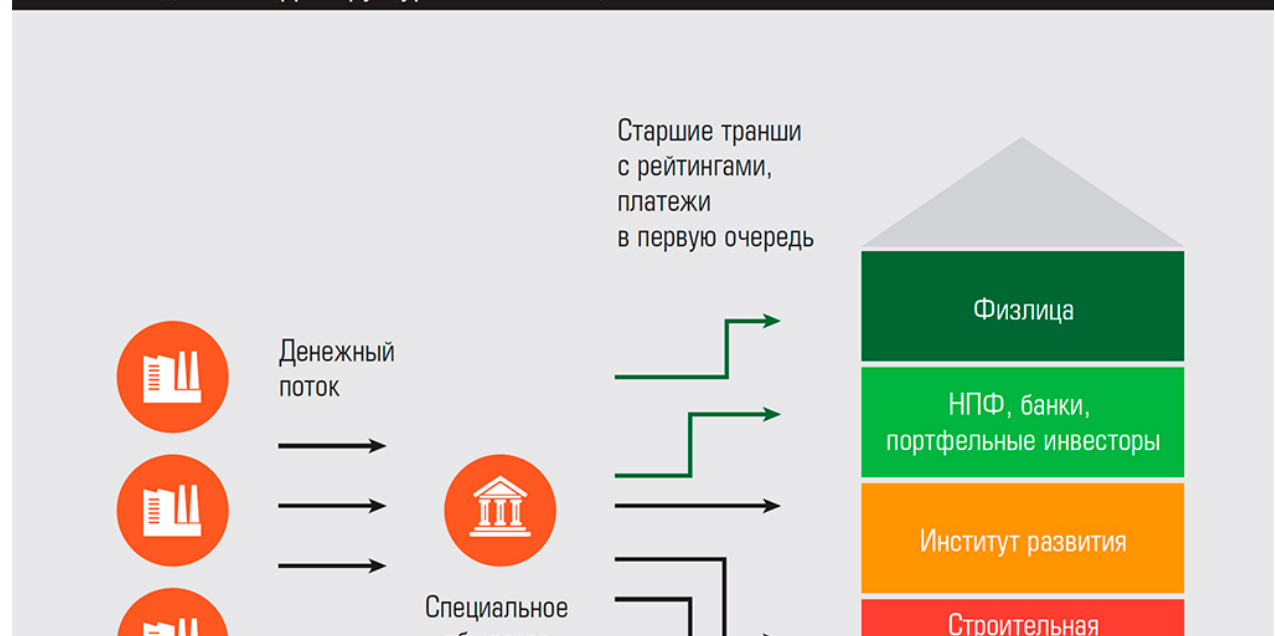
финансовый рынок, достигший в 2020 году около семи триллионов рублей. Это едва ли не единственный пример решения проблемы развития через создание нового финансового рынка».

Аналог строящегося дома — строительство дороги на условиях концессии. При гарантии рефинансирования кредитов на строительство в течение двух-трех лет после его завершения возможности так называемого финансового закрытия (привлечения финансирования концессионером) существенно возрастут, доступность отрасли для кредитных организаций расширится. «В этом нет изобретения, эта схема с рефинансированием после снятия ключевого риска стройки более дешевым более длинным долгом концедента называется mini PERM и широко применяется в мире, — говорит Александр Баженов. — Поэтому было бы логично, чтобы “Автодор”, как “Дом.РФ”, не финансировал, а рефинансировал дорожное строительство, выпуская длинные облигации против объекта, который уже построен и генерирует доход, и являясь их маркетмейкером. То есть стал бы не заказчиком строительства, а специализированным финансовым институтом». «Автодор» без риска потери кредитоспособности сможет выпускать такие

облигации для рефинансирования законченных проектов, а законченной может считаться не секция дороги, а весь маршрут, по которому организовано сквозное движение, продолжает эксперт: трудно представить, например, рефинансирование секции ЕЗК где-нибудь в районе Чебоксар, но можно представить спрос на облигации всего проекта ЕЗК. При этом ключевым риском «Автодора» становится компетенция оператора — точный выбор маршрута, позволяющий собрать максимум платежеспособного трафика, развить коммерческие услуги и получить эффекты развития в течение очень длительного времени, и использование рациональных подходов к проектированию роста пропускной способности дороги путем ее модернизации в ходе эксплуатации по мере привлечения платежеспособного спроса.

Схема владения инфраструктурными облигациями

Схема 2



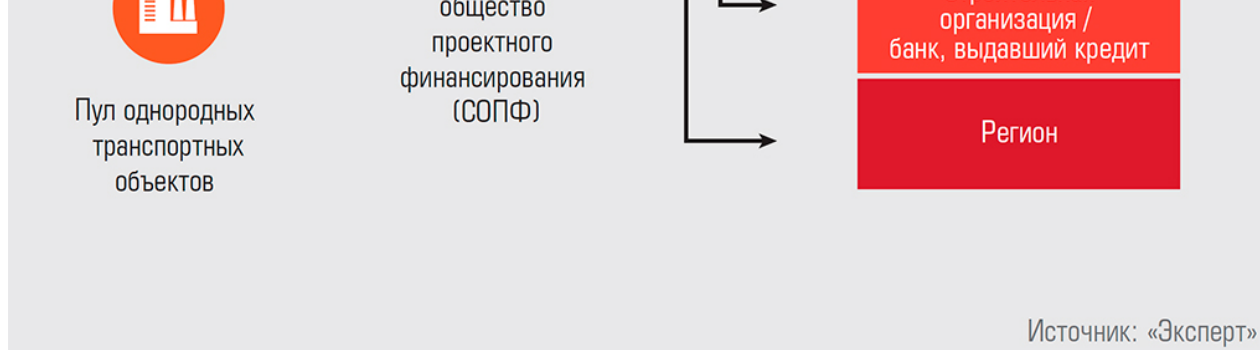


Схема владения инфраструктурными облигациями

ИСТОЧНИК: «ЭКСПЕРТ»

Ремонт навечно

Все вышесказанное касается новых проектов из Комплексного плана модернизации. Но есть еще немалый рынок в рамках проекта «Безопасные и качественные автомобильные дороги», где основные затраты придутся на приведение существующей региональной транспортной сети в нормативное состояние, причем с использованием новых технологий в дорожном строительстве. Предполагается к 2024 году вдвое снизить число аварийных участков на дорогах и втрое — число погибших в ДТП. И тут есть огромный потенциал. «Каждый год разыгрываются средства дорожных фондов на ремонт дорог (более 700 миллиардов рублей в 2020 году). Каждый год — это практически непрерывно, а значит, содержит такую же экономическую предпосылку для использования длинных, в смысле непрерывных, денег, — говорит г-н Баженов. — Например, переведя ремонт и содержание половины дорожной сети на концессии, скажем на двадцать лет

на концессии, скажем на двадцать лет, министерство создало бы устойчивые финансовые потоки общим объемом восемь триллионов рублей. Для строительных компаний это создало бы подушку безопасности, ведь разрыв в получении крупных заказов на новое строительство снижает стимулы к приобретению новой техники и развитию технологий строительства, приводит к периодическим предбанкротным состояниям. С точки зрения бюджета это позволило бы реализовать некоторый бюджетный маневр, обеспечив первые три-четыре года концессии за счет заемных средств и направив экономию на другие дорожные цели. С точки зрения финансового рынка облигации таких проектов, полностью привязанных к региону, могли бы быть подлинно народными».

В заключение напомним, что стоимость проекта «Безопасные и качественные автодороги» — 4,8 трлн рублей, причем 4 трлн должны выделить регионы. С учетом ограниченности их ресурсов опробовать на местных дорогах схему инфраструктурной ипотеки и сделать их реконструкцию максимально качественной и долговечной — очень правильная идея.

