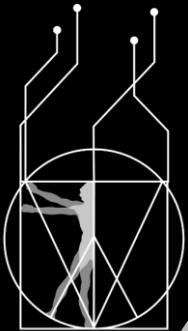
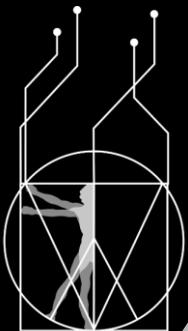


Финансирование проектов ГЧП с помощью инфраструктурных облигаций и секьюритизации обязательств



1. Введение;
1. Инфраструктурные облигации;
2. Концессионные облигации;
3. Преимущества и недостатки привлечения публичного долга;
4. Структурирование проектов ГЧП и концессии с привлечением публичного долга;
5. Муниципальные облигации;
6. Секьюритизация пула обязательств проектного финансирования и ГЧП;
1. Ключевые сложности.





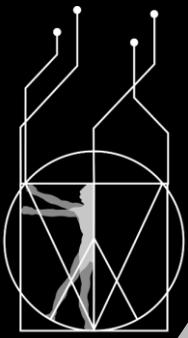
Финансовые возможности российских долгосрочных инвесторов остаются значительными, несмотря на общий экономический упадок.

Банки, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании управляют капиталом объемом более

80 000 000 000 000 (Восьмидесяти триллионов) рублей.

Минимум 5-10% из них они могут инвестировать **на срок более пяти лет** (согласно международной практике и аналитике OECD), но эти средства вложены в основном на финансовом рынке - в ОФЗ, корпоративные облигации и акции, ценные бумаги регионов, муниципалитетов и международных финансовых организаций.





«Инфраструктурные» облигации

Понятие в российском законодательстве не определено.

Фактически инфраструктурными ценными бумагами (классом инфраструктурных ценных бумаг) в России можно считать:

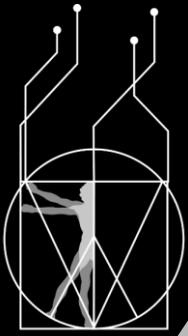
- **концессионные облигации** (положение, утв. Банком России 24.02.2016 N 534-П; Положение, утв. Банком России 01.03.2017 N 580-П)

для финансирования инфраструктурных концессионных проектов;

- облигации, выпущенные специализированными финансовыми обществами (СФО),
- облигации, выпущенные специализированными обществами проектного финансирования (СОПФ),

для финансирования инфраструктурных проектов.





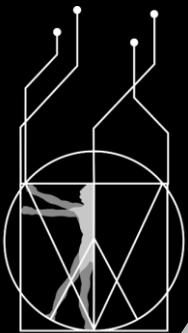
«Инфраструктурные» облигации

Главные покупатели инфраструктурных облигаций:

- НПФ (наличие ценной бумаги в котировальном листе первого уровня / рейтинг не ниже BB+(RU));
- Банки;
- Страховые компании.

Банки располагают и другими возможностями для участия в концессионных и ГЧП-проектах – кредитование.

Страховые компании не имеют необходимой инфраструктурной экспертизы. • • •



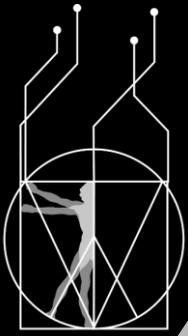
Концессионные облигации

Облигации, удовлетворяющие критериям концессионных, могут быть включены в котировальные списки первого и второго уровней в упрощенном порядке.

Отличие концессионных облигации от корпоративных:

- облигации выпускаются частным партнером в КС, ГЧП или МЧП;
- частным партнером, как правило, является (SPV);
- вложения держателями облигаций возвращаются эмитентом из прибыли, сгенерированной проектом;
- концессионная сущность ценной бумаги оговорена в проспекте эмиссии.





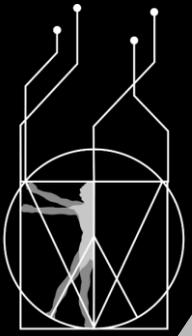
Преимущества привлечения публичного долга для эмитентов:

- диверсификация базы инвесторов;
- сильный сигнал о **миссии и ценностях** проекта;
- положительное влияние на **репутацию** проекта.

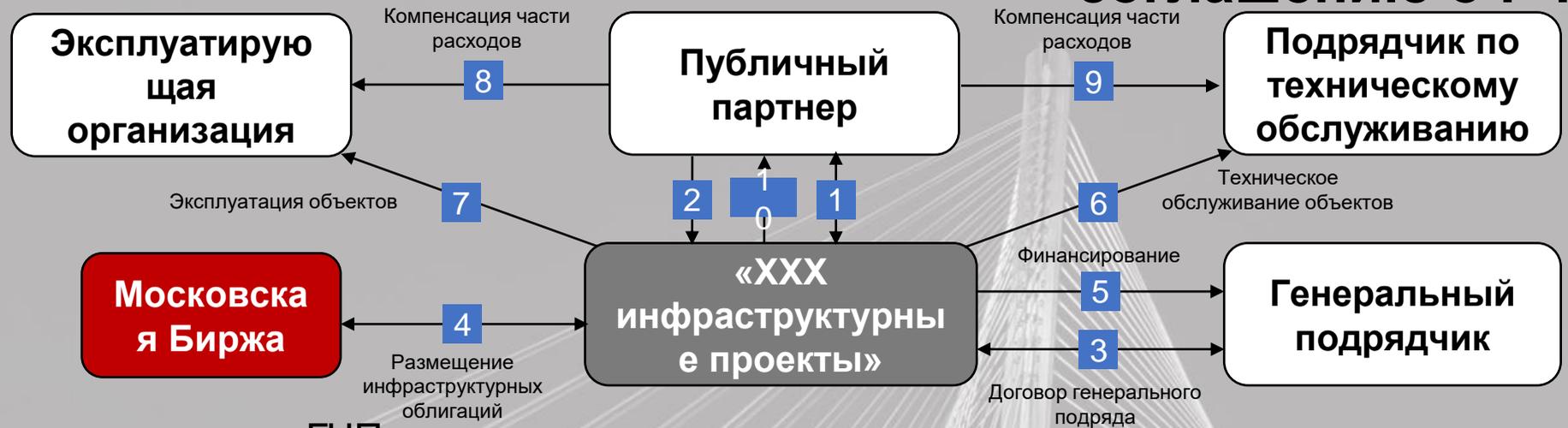
Преимущества для покупателей облигаций:

- минимизация **репутационного риска** и максимизация **прозрачности** инвестиции;
- **обеспечение баланса «доходность – риск»;**
- **отсутствие риска секвестра** - риск произвольного сокращения финансирования по контрактам с государством не затрагивают держателей концессионных соглашений;
- удовлетворение запросов клиентов, на **выполнение обязательств по инвестированию** в инфраструктуру.

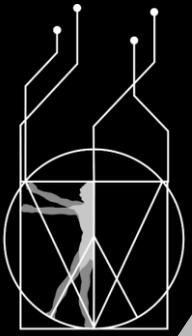




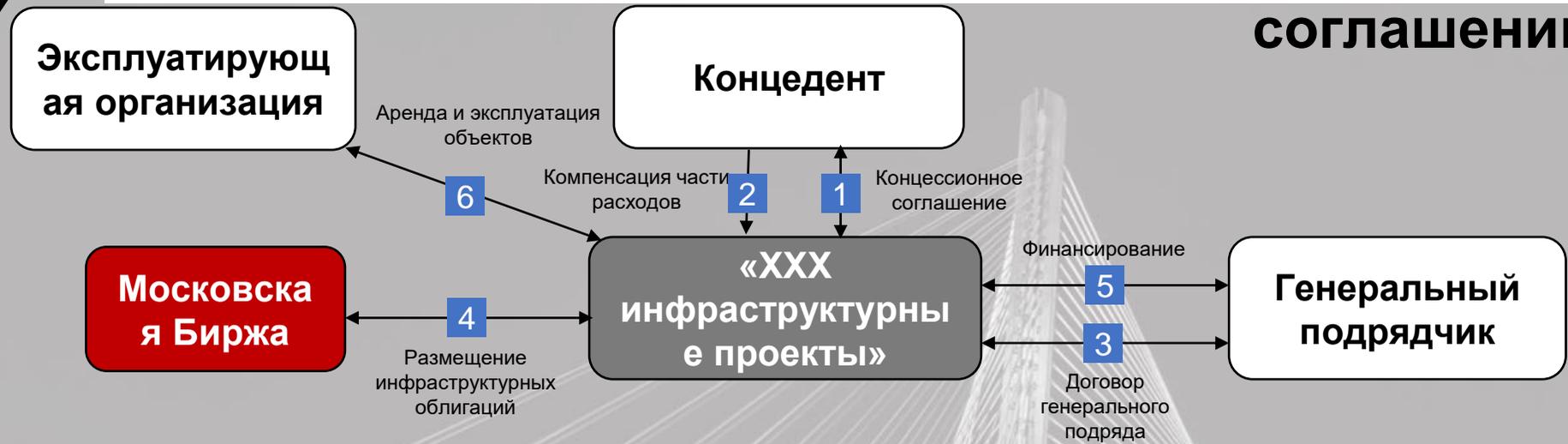
Вариант 1. Частный партнер по соглашению о ГЧП



1. Заключение соглашения о ГЧП.
2. Отнесение на Публичного партнера части расходов по проекту:
 - a) обеспечение частичного финансирования создания инфраструктуры бюджетными субсидиями;
 - b) гарантия получения «XXX Инфраструктурные проекты» («XXX ИП») дохода от эксплуатации инфраструктуры.
3. Привлечение «XXX ИП» (собственник инфраструктуры) Генерального подрядчика для соглашения о ГЧП.
4. Размещение «XXX ИП» облигаций на Московской Бирже и получение ликвидности.
5. Предоставление «XXX ИП» финансирования Генеральному подрядчику.
6. Привлечение «XXX ИП» Подрядчика по техническому обслуживанию инфраструктуры.
7. Передача «XXX ИП» построенной инфраструктуры в эксплуатацию Эксплуатирующей организации (на стороне Публичного партнера) на период действия соглашения о ГЧП.
8. Обеспечение частичного финансирования эксплуатации инфраструктуры бюджетными субсидиями.
9. Обеспечение частичного финансирования технического обслуживания бюджетными субсидиями.
10. Передача права собственности на построенную инфраструктуру Публичному партнеру.

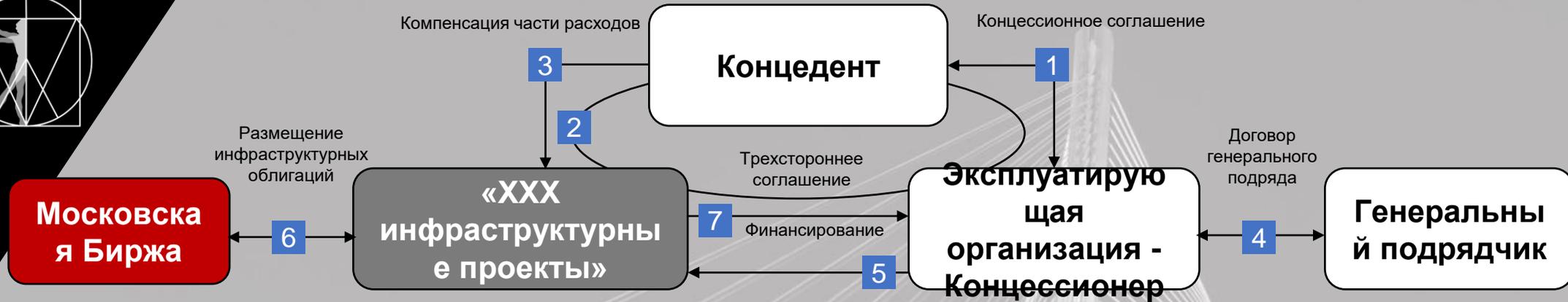
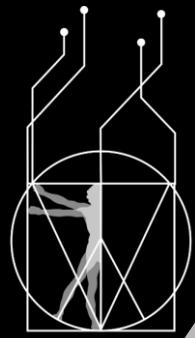


Вариант 2. Концессионер по концессионному соглашению

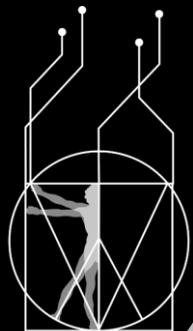


1. Заключение КС между «XXX ИП» - Концессионером и Концедентом.
2. Отнесение на Концедента (собственника построенной инфраструктуры) части расходов по проекту:
 - а) компенсация части расходов на создание и (или) реконструкцию объекта КС;
 - б) компенсация части расходов на использование (эксплуатацию) объекта КС;
 - в) предоставление Комитентом гарантий минимального денежного потока;
 - г) фиксированная или расчетная плата Концедента по КС.
3. Привлечение «XXX ИП» Генерального подрядчика для исполнения КС.
4. Размещение «XXX ИП» облигаций на Московской Бирже и получение ликвидности.
5. Предоставление «XXX ИП» финансирования Генеральному подрядчику.
6. Передача «XXX ИП» построенной инфраструктуры в возмездную аренду и эксплуатацию Эксплуатирующей организации на период действия КС.

Вариант 3. Кредитор по концессионному соглашению



1. Заключение концессионного соглашения (КС) между Концессионером и Концедентом.
2. Трехстороннее соглашение между Концедентом, Концессионером и «XXX ИП» в связи с предоставлением финансирования посредством размещения облигаций.
3. Отнесение на Концессионера (собственника построенной инфраструктуры) части расходов по проекту:
 - а) компенсация части расходов на создание и (или) реконструкцию объекта КС;
 - б) компенсация части расходов на использование (эксплуатацию) объекта КС;
 - в) предоставление Комитентом гарантий минимального денежного потока;
 - г) фиксированная или расчетная плата Концедента по КС.
4. Привлечение Концессионером согласованного с Концедентом Генерального подрядчика.
5. Предоставление Концессионером обеспечения исполнения финансовых обязательств по КС в форме залога права требования в пользу «XXX ИП».
6. Размещение «XXX ИП» облигаций на Московской Бирже и получение ликвидности.
7. Предоставление «XXX ИП» финансирования Концессионеру.



Рейтинг ломбардный список России

и
Банка
России

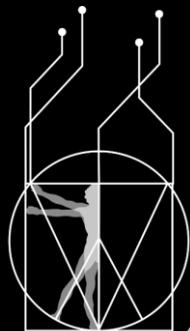
Требования для включения в ломбардный список Банка России: рейтинг агентства АКРА не ниже BBB(RU).

Попадание в ломбардный список увеличивает ценность бумаги для инвесторов - обеспечение доступа к ликвидности Банка России.

Некоторые сложности при работе над рейтингом:

- присвоение рейтинга на доэксплуатационной стадии реализации проекта (этап строительства инфраструктуры) – 1 квартал 2019 года (оценка как PD (Probability of default – вероятность дефолта) и LGD (Loss-given default – уровень потерь кредиторов в случае дефолта), так и EL (Expected loss – уровень совокупных ожидаемых потерь)), рейтинг не может быть выше BBB (RU));
- необходимы гарантии финансирования доэксплуатационной стадии проекта и обслуживания долга спонсором;
- проект, как основной элемент оценки (повышенное внимание уделяется анализу и оценке самого проекта, а не компании, которая его осуществляет).





Регулируемые тарифы

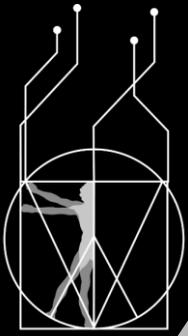
Moody's Investors Service - наивысшую оценку получает тарифное регулирование, которое характеризуется отсутствием нормативных или договорных ограничений на повышение ставок тарифов, наличием в долговых контрактах ковенант об установлении тарифов, обеспечивающих исполнение долговых обязательств (Rate Charging Covenants).

Установлена допустимость включения в КС порядка и условий установления и изменения тарифов, долгосрочных параметров регулирования деятельности концессионера с предварительным согласованием органа регулирования (п. 2 ч. 2 ст. 10, 115-ФЗ).

При этом КС может содержать отдельные виды расходов, не учтенных тарифным регулированием (расходы на обеспечение обязательств концессионера по КС, расходы на страхование объекта КС).

Крайне высокая стоимость услуг консультантов в работе над расчетом и обоснованием тарифа.





Муниципальные облигации

Муниципальные облигации – будущее инфраструктуры

???

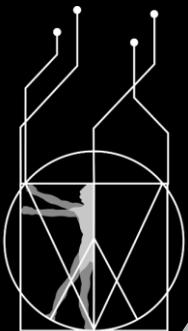
Возможные меры Банка России:

- признание Банком России статуса высоколиквидных, что помогло бы городским и районным властям эффективнее привлекать финансирование на текущие цели и модернизацию инфраструктуры;
- «признание» кредитного рейтинга на уровне ВВ+ для регуляторных целей *;
- включение ценных бумаг профицитных муниципалитетов численностью более 1 млн. человек в Ломбардный список Банка России;

*в силу положений Базеля III муниципальные облигации также могут быть признаны высоколиквидными как бумаги публичного сектора (PSE securities).

В мире аналогом подобных облигаций можно считать revenue bonds (облигации, обеспеченные доходами от объекта) – проектные облигации. Выплаты после ввода объекта в эксплуатацию производятся за счет платежей Пользователей.





Ключевые сложности

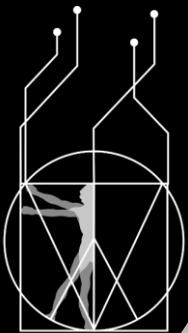
Государственная поддержка

Теоретически концессионные облигации могут быть обеспечены прямыми государственными гарантиями.

Прецеденты исключительно в 2011-2012 годах, когда инструмент только появился («Главная дорога», Северо-Западная концессионная компания).

Государственная поддержка в форме гарантий **минимального денежного потока** при условии успешного завершения доэксплуатационной стадии.



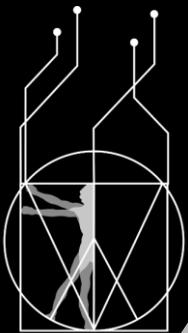


Оригинатор **передает долговые обязательства**, связанные с проектным финансированием и ГЧП, эмитенту облигаций **в рамках механизма действительной продажи.**

В результате эмитент облигаций является **физическим держателем активов** (долговых обязательств) проектного финансирования и ГЧП.

Большинству секьюритизированных активов проектного финансирования и ГЧП **присваиваются кредитные оценки**, а не публичные рейтинги.

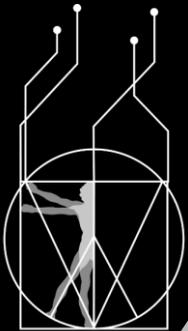




Ключевые задачи структурированного финансирования (секьюритизации пула обязательств проектного финансирования и ГЧП):

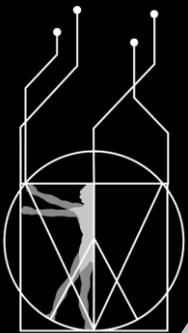
1. Обеспечение «длинным» финансированием инфраструктурных заемщиков на эксплуатационной стадии;
2. Максимизация круга инвесторов инфраструктурных проектов (государство и банки не могут самостоятельно «поднять» инфраструктуру);
3. «Драматическое» повышение уровня прозрачности транзакций;
4. Диверсификация рисков для инвесторов;
5. Возможность присвоения выпуску ценных бумаг рейтинга существенно выше рейтинга эмитента – «эталон кредитного качества».





Механизм секьюритизации обязательств по контракту





БЛАГОДАРЮ ЗА ВНИМАНИЕ!

Денис Сверчков
+7 910 001 00 37
sda@inruss.ru

Проектный офис «Инфраструктура России»
Главный юридический советник

Общероссийская общественная организация «Деловая Россия»
Член Генерального совета

