



◀ **Юрий ТУКТАРОВ,**
партнер, юридическая
фирма «ЛЕКАП»

Татьяна РОГАНИНА, ▶
юрист, юридическая
фирма «ЛЕКАП»



Концессионные облигации: практика и регулирование

Российский рынок концессионных соглашений с каждым годом наполняется все большим количеством новых проектов, требующих применения инструментов привлечения финансирования, обладающих объективными преимуществами. Одним из таких инструментов является концессионная облигация.

Концессионные облигации — сравнительно новый для России инструмент финансирования инфраструктурных проектов. Данные облигации представляют собой ценные бумаги, выпускаемые стороной концессионного соглашения с целью обеспечения финансирования реализации концессионного соглашения.

В настоящем материале приведен анализ регулирования и практики российских концессионных облигаций.

АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ВЫПУСКА КОНЦЕССИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Процесс привлечения в концессионные проекты займов посредством выпуска ценных бумаг стартовал в 2010 году, когда впервые концессионером ОАО «Главная дорога» был реализован облигационный заем под проект создания нового выхода на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» Москва — Минск.

К настоящему времени 7 эмитентами было выпущено 18 серий концессионных облигаций общим объемом номинальной стоимости (ОНС) порядка 89.3 млрд руб., из них в настоящее время в списке Московской биржи представлены 16 выпусков общим ОНС порядка 67.3 млрд руб., при этом уровень листинга таких облигаций, как правило, — А1. Четыре эмитента и 9 выпусков концессионных облигаций общим ОНС порядка 46.2 млрд руб. также включены в Ломбардный список Банка России (см. таблицу 1).

Эмитентом концессионных облигаций, как правило, является концессионер, хотя на рынке ценных бумаг также присутствуют выпуски концессионных облигаций, осуществленные организацией, исполняющей функции концедента¹.

Объем ОНС каждого конкретного выпуска варьируется от 300 млн руб. до 21.7 млрд

¹ ГК «Российские автомобильные дороги».

руб., а средний срок обращения концессионных облигаций составляет от 10 до 20 лет.

Концессионные проекты, финансируемые с использованием облигационных займов, в основной своей массе относятся к сфере дорожной инфраструктуры и жилищно-коммунального хозяйства, а количество проектов федерального и регионального уровня практически идентично (см. таблицу 2).

Круг потенциальных инвесторов при размещении концессионных облигаций, как правило, не ограничивается.

Финансовые условия проанализированных нами выпусков концессионных облигаций (см. таблицу 3) позволяют сделать вывод о некоторой единой тенденции. Так, цена размещаемых облигаций преимущественно составляет 100% от ее номинальной стоимости (1000 руб.). Купонный период варьирует от полугода до одного года (количество купонов определяется исходя из общего срока обращения облигаций).

Ставка купонов и (или) порядок ее определения устанавливается непосредственно в проспекте ценных бумаг либо решением уполномоченного органа эмитента.

В преобладающем количестве выпусков концессионных облигаций используется комбинированная ставка купона — фиксированно-плавающая. При этом чаще всего фиксированная ставка устанавливается на первый купон, а на последующие купоны — плавающая ставка, итоговое значение которой рассчитывается по формуле с применением таких показателей, как индекс потребительских цен (ИПЦ), внутренний валовый продукт (ВВП) и ставка рефинансирования Банка России (СР).

Еще одним параметром, влияющим на качество выпуска, является условие о его обеспеченности, и тут следует отметить такую тенденцию, как необеспеченность облигаций, целью которых является привлечение займа на реализацию региональных концессионных проектов (см. таблицу 4).

Облигации, выпускаемые с целью привлечения займа на реализацию федеральных концессионных проектов, как правило, являются обеспеченными государственной гарантией Российской Федерации.

В данном разделе мы не учитывали практику концессионных облигаций, выпуски которых не были размещены (см. таблицу 5).

По итогам проведенного исследования практики концессионных облигаций на российском рынке ценных бумаг необходимо отметить, что на текущий

Эмитент	Серия выпуска	Дата размещения	Срок обращения	ОНС, млрд руб.	Список МФ ММВБ	Ломбардный список	Уровень листинга на МФ ММВБ
ОАО «Главная дорога»	01	04.06.2010	1 год	0.3		завершен ¹	
	03	22.11.2010	18 лет	8	+	–	A1
	06	12.12.2012	16 лет	8.2	+	+	A1
	07	20.11.2012	17 лет	1.4	+	–	A1
ЗАО «Управление отходами»	01	07.11.2013	10,5 года	2.8	+	–	A1
	02	02.12.2014	10,5 года	1	+	–	A1
ЗАО «Управление отходами-НН»	01	27.06.2012	10 лет	1	+	–	A1
ОАО «Западный скоростной диаметр»	01	07.06.2011	20 лет	5	+	+	A1
	02	07.06.2011	20 лет	5	+	+	A1
	03	02.03.2012	20 лет	5	+	+	A1
	04	02.03.2012	20 лет	5	+	+	A1
	05	02.03.2012	20 лет	5	+	+	A1
ЗАО «Волга-Спорт»	01	04.04.2011	11 лет	1.4	+	–	A1
	02	30.10.2012	11 лет	1.9	+	–	A1
ООО «Северо-Западная концессионная компания»	03	21.10.2011	20 лет	5	+	+	A3
	04	21.10.2011	20 лет	5	+	+	A3
ГК «Российские автомобильные дороги» (концедент)	01	05.12.2011	5 лет	3	+	+	A2
	03	29.04.2015	27 лет	21.7			закрытая подписка

период концессионные облигации набирают широкое развитие. Так, например, 30 июля 2015 года эмитент — ЗАО «Управление отходами» подал заявление в Банк России на государственную регистрацию проспекта ценных бумаг — облигаций серии 02 (дополнительный выпуск) общим ОНС в 700 млн руб. со сроком погашения 1 июня 2025 года.

¹ По данным, представленным на официальном сайте эмитента в сети Интернет по адресу: <http://www.m1-road.ru/documenti/facti/suchestvennie-facty/message23/>.

Таблица 1
Концессионные облигации (состоявшиеся), в том числе включенные в МФ ММВБ и Ломбардный список Банка России по состоянию на август 2015 г.

Таблица 2
Направления концессионных проектов, финансируемых посредством облигационного займа

Эмитент	Серия выпуска	Концессионный проект	Уровень проекта
ОАО «Главная дорога»	01, 03, 06–07	Новый выход на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» Москва — Минск	федеральный
ЗАО «Управление отходами»	01	Система коммунальной инфраструктуры — система переработки и утилизации (захоронения) ТБО в Саратовской области	региональный
	02	Система коммунальной инфраструктуры — межмуниципальная система переработки и утилизации (захоронения) ТБО в Чувашии	региональный
ЗАО «Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с искусственным полигоном для размещения непригодных к переработке ТБО в Нижегородской области	региональный
ОАО «Западный скоростной диаметр»	01–05	Западный скоростной диаметр	федеральный
ЗАО «Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области (три концессионных соглашения)	региональный
	02	Крытый спортивный комплекс с искусственным льдом на 5000 мест в Ульяновской области	региональный
ООО «Северо-Западная концессионная компания»	03–04	Скоростная автомобильная дорога Москва — Санкт-Петербург на участке 15-й — 58-й км	федеральный
ГК «Российские автомобильные дороги» (концедент)	01	Цель эмиссии — финансирование неопределенного круга проектов: упоминаются автомобильная дорога М-4 «Дон», скоростная автомобильная дорога Москва — Санкт-Петербург на участке 15-й — 58-й км, новый выход на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» (концессионные соглашения)	федеральный
	03	ЦКАД в Московской области	федеральный

Эмитент	Серия выпуска	Цена размещения, % от номинала	Ставка 1-го купона	Ставка последующих купонов	Купонный период
ОАО «Главная дорога»	01	100	фиксированная — 10.20%	фиксированная — 10.20%	полгода
	03	90	фиксированная — 5%	плавающая — зависит от темпа роста ИПЦ и ВВП	1 год
	06	100	фиксированная — 9.8%	плавающая — зависит от темпа роста ИПЦ и ВВП	1 год
	07	100	фиксированная — 10%	плавающая — зависит от темпа роста ИПЦ и ВВП	1 год
ЗАО «Управление отходами»	01	100	фиксированная — 11%	плавающая — зависит от наибольшей из двух величин: ИПЦ + 4% или СР + 1%	1 год
	02	100	фиксированная — 11%		1 год
ЗАО «Управление отходами-НН»	01	100	фиксированная — 11%	плавающая — ИПЦ + 3%	полгода
ОАО «Западный скоростной диаметр»	01	100	фиксированная — 8.75%	фиксированная — 8.75%	полгода
	02	100	фиксированная — 8.75%	фиксированная — 8.75%	полгода
	03	100	фиксированная — 9.15%	фиксированная — 9.15%	полгода
	04	100	фиксированная — 9.15%	фиксированная — 9.15%	полгода
	05	100	фиксированная — 9.15%	фиксированная — 9.15%	полгода
ЗАО «Волга-Спорт»	01	100	плавающая — ИПЦ + 2.75%	плавающая — ИПЦ + 2.75%	1 год
	02	100	фиксированная — 11%	плавающая — зависит от наибольшей из двух величин: ИПЦ + 4% или 9% (5% + 4%)	1 год
ООО «Северо-Западная концессионная компания»	03	100	фиксированная — 11.15%	плавающая — ИПЦ + маржа, рассчитываемая по формуле	полгода
	04	100	фиксированная — 11.15%	плавающая — ИПЦ + маржа, рассчитываемая по формуле	полгода
ГК «Российские автомобильные дороги» (концедент)	01	100	плавающая — СР + 1.5%	плавающая — СР + 1.5%	полгода
	03	100	фиксированная — 12.4%	решение не принято (выпуск 2015 года)	1 год

Таблица 3
Финансовые условия
концессионных облигаций

ПРИВЛЕЧЕНИЕ СРЕДСТВ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ В КОНЦЕССИОННЫЕ ПРОЕКТЫ ПОСРЕДСТВОМ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Пенсионные накопления общепризнанно считаются привлекательным источником финансирования. При этом в сравнении с банковским финансированием привлечение концессионерами средств пенсионных накоплений выглядит наиболее приемлемым.

Во-первых, финансирование пенсионных накоплений снижает общую стоимость проекта (процент возврата по облигационным займам ниже процента возврата по банковским займам), что, в свою очередь, снижает возможные расходы концедента на возмещение затрат концессионера, например, в сфере компенсации недополученного дохода по тарифным концессиям. В последнем случае, кроме всего, снижается и размер самого тарифа, что имеет опре-

деленное социальное преимущество перед тарифными концессиями, основой которых выступает банковское финансирование.

Во-вторых, средства пенсионных накоплений могут инвестироваться на длительные периоды времени (5–10–15 лет), в то время как банковские организации предоставляют средства на более короткие периоды (до 5 лет), что приводит к сокращению срока возврата инвестиций концессионера. В области тарифных концессий такая ситуация, как правило, ведет к удорожанию тарифа.

С позиции пенсионных фондов концессионные облигации также могут являться одним из оптимальных инструментов для привлечения пенсионного финансирования, уже на сегодняшний день имеется ряд регулятивных преимуществ. Так, можно выделить упрощенный порядок включения концессионных облигаций в котировальный список первого уровня (см. таблицу 6). Какие-либо преимущества по иным направлениям (налоги, доли приобретаемых облигаций в портфелях пенсионных фондов и прочее) действующее законодательство пока не содержит. Однако необходимо отметить, что законодательство в области привлечения инвестиционных ресурсов (в том числе средств пенсионных накоплений) будет еще изменяться в сторону создания лучших условий для привлечения средств в инфраструктурные проекты.

Кроме того, необходимо отметить и такие не регулятивные преимущества концессионных облигаций перед иными, как:

Таблица 4
Обеспеченность
выпущенных
концессионных облигаций

Эмитент	Серия выпуска	Условие об обеспечении	Уровень проекта
ОАО «Главная дорога»	01	поручительство ООО	федеральный
	06	государственная гарантия РФ	федеральный
	03, 07	не предусмотрено	федеральный
ЗАО «Управление отходами»	01–02	не предусмотрено	региональный
ЗАО «Управление отходами-НН»	01	не предусмотрено	региональный
ОАО «Западный скоростной диаметр»	01–05	государственная гарантия РФ	федеральный
ЗАО «Волга-Спорт»	01–02	не предусмотрено	региональный
ООО «Северо-Западная концессионная компания»	03–04	государственная гарантия РФ	федеральный
ГК «Российские автомобильные дороги»	01, 03	государственная гарантия РФ	федеральный

- выпуск под конкретный проект, что предполагает возможность заранее оценить «качество» целей, на достижение которых привлекается облигационный заем;
- средства на возврат облигационного займа формируются из выручки в рамках осуществления деятельности по концессионному соглашению, условия которого, как правило, предусматривают высокие гарантии возврата инвестиций концессионера, что значительно снижает возможные риски невозврата средств по привлеченным займам.

ТИПИЧНЫЕ «ПОЗИТИВНЫЕ» УСЛОВИЯ РОССИЙСКИХ КОНЦЕССИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Текущая практика условий выпуска концессионных облигаций предлагает инвесторам право на досрочное погашение облигаций и выплаты накопленного купонного дохода по широкому перечню событий (см. таблицу 7), среди которых выделяются и такие события, как:

- делистинг облигаций;
- просрочка исполнения эмитентом своих обязательств по выплате купонного дохода по облигациям выпуска и (или) любым облигациям эмитента, выпущенным на территории РФ;
- объявление эмитентом своей неспособности выполнять финансовые обязательства в отношении облигаций выпуска и (или) в отношении облигаций, выпущенных эмитентом на территории РФ;
- просрочка исполнения обязательства по выплате части номинальной стоимости облигаций;
- просрочка исполнения обязательства по приобретению облигаций, в случае если обязательство эмитента по приобретению облигаций предусмотрено условиями их выпуска;
- просрочка эмитентом своих обязательств по погашению (в том числе досрочному погашению) облигаций выпуска и (или) любых облигаций, выпущенных эмитентом на территории РФ;
- предъявление к досрочному погашению по требованию владельцев других облигаций эмитента или облигаций, выпущенных под поручительство эмитента в соответствии с условиями выпуска указанных облигаций, включая, но не ограничиваясь рублевых, валютных и еврооблигаций, как уже размещенных, так и размещаемых в будущем.

Кроме того, указанное право концессионера на досрочное погашение облигаций и выплаты накопленного купонного дохода предусматриваются

Эмитент	Серия выпуска	Срок размещения	ОНС, млрд руб.	Концессионный проект	Уровень проекта
ОАО «Главная дорога»	02 ¹	1 год	1	Новый выход на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» Москва — Минск	федеральный
	04	18 лет	8		
	05	1 год	0.8		

и в случае наступления специальных концессионных событий, таких как:

- обращение одной из сторон концессионного соглашения в суд с требованием о его досрочном расторжении;
 - досрочное прекращение концессионного соглашения;
 - изменение условий концессионного соглашения, влекущее за собой существенное ухудшение финансово-экономических показателей эмитента.
- Согласно проспектам ценных бумаг выпусков серии 01 и 03 ГК «Российские автомобильные дороги» — облигационер имеет право обратиться к эмитенту с требованием выплаты:
- купонного дохода по облигациям в случае неисполнения/частичного исполне-

Таблица 5
Неразмещенные выпуски концессионных облигаций

Обычное регулирование	Регулятивные преимущества	Корпоративные облигации	Концессионные облигации
Требования к соблюдению для включения в котировальный лист А1	о сроке существования эмитента	установлено	не установлено
	об отсутствии у эмитента убытков, если он существует менее 3 лет	установлено	не установлено
	о наличии у эмитента отчетности по МФСО;	установлено	установлено ²
	о структуре корпоративного управления и контроля	установлено	не установлено
Пенсионные накопления	максимальная доля в инвестиционном портфеле НПФ	80%	80%
	максимальная доля в инвестиционном портфеле НПФ облигаций одного эмитента	40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций эмитента	40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций эмитента
Налоговые льготы	налогообложение купонного дохода	20	20
Защита инвесторов	риск банкротства эмитента	обычный	обычный
	обеспечение исполнения по облигации	поручительство, залог	поручительство, залог, госгарантии

ния эмитентом обязательства по выплате купонного дохода по облигациям (в том числе дефолта), а также процентов за несвоевременную выплату купонного дохода;

- номинальной стоимости облигаций в случае неисполнения/частичного исполнения эмитентом обязательства по выплате номинальной стоимости облигаций при погашении номинальной стоимости облигаций (в том числе дефол-

Таблица 6
Регулятивные преимущества концессионных облигаций в сравнении с корпоративными облигациями

¹ По данным, представленным на официальном сайте эмитента в сети Интернет по адресу: <http://www.m1-road.ru/document/facti/suchestvennie-facty/09.09.2011-3/>.

² Начиная с отчетности за год, в котором облигации включены в котировальный список.

Эмитент	«Главная дорога»			УО			УО НН			ЗСД			«Волга-Спорт»		СЗКК	
	Серия выпуска															
События, при наступлении которых облигационер вправе требовать досрочного (погашения облигации (О) + выплаты накопленного купонного дохода (К)):	01 O + K	03 O + K	06 O	07 O + K	01 O + K	02 O + K	01 O + K	01 O + K	02 O + K	03 O + K	04 O + K	05 O + K	01 O + K	02 O + K	03 O + K	04 O + K
просрочка исполнения эмитентом своих обязательств по выплате купонного дохода по облигациям выпуска;	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
просрочка исполнения эмитентом своих обязательств по выплате купонного дохода по любым облигациям эмитента, выпущенным на территории РФ;	+	+	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	+	-	-	-
объявление эмитентом своей неспособности выполнять финансовые обязательства в отношении облигаций выпуска;	+	+	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	-
объявление эмитентом своей неспособности выполнять финансовые обязательства в отношении облигаций, выпущенных эмитентом на территории РФ;	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-
просрочка исполнения обязательства по выплате части номинальной стоимости облигаций, в случае если ее выплата осуществляется по частям (i);	-	-	-	-	-	+i	-	+i	+i	+i	+i	+i	-	-	+	+
просрочка исполнения обязательства по приобретению облигаций, в случае если обязательство эмитента по приобретению облигаций предусмотрено условиями их выпуска;	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
просрочка эмитентом своих обязательств по погашению (в том числе досрочному погашению) облигаций выпуска;	-	-	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	-
просрочка эмитентом своих обязательств по погашению (в том числе досрочному погашению) любых облигаций, выпущенных эмитентом на территории РФ;	+	+	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
предъявление к досрочному погашению по требованию владельцев других облигаций эмитента, включая, но не ограничиваясь рублевых, валютных и еврооблигаций, как уже размещенных, так и размещаемых в будущем;	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-
предъявление к досрочному погашению по требованию владельцев облигаций, выпущенных под поручительство эмитента в соответствии с условиями выпуска указанных облигаций, включая, но не ограничиваясь рублевых, валютных и еврооблигаций, как уже размещенных, так и размещаемых в будущем;	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-
делистинг облигаций настоящего выпуска;	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
обращение одной из сторон КС в суд с требованием о досрочном расторжении КС;	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	+ ³	+	-	-
досрочное прекращение КС по соглашению сторон;	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	-	-
досрочное прекращение КС;	-	-	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
изменение условий КС, влекущее за собой существенное ухудшение финансово-экономических показателей эмитента	-	-	-	+	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Таблица 7
Гарантии прав владельцев
концессионных облигаций

та), а также процентов за несвоевременную выплату номинальной стоимости.

События дефолта выпусков концессионных облигаций представлены в таблице 8 и являются стандартными для облигационных займов.

Специальные требования в отношении содержания концессионных соглашений в выпусках концессионных облигаций нами выявлены не были, лишь в некоторых из них была предусмотрена обязанность эмитента раскрывать информацию о факте заключения дополнительных соглашений к концессионному соглашению в установленные сроки¹ и о получении компенсаций от концедента².

¹ «Главная дорога» (выпуски 03, 06, 07), «Управление отходами-НН» (выпуск 01).

² «Управление отходами-НН» (выпуск 01).

ВЫВОДЫ

По результатам проведенного исследования можно сделать вывод о том, что российская практика концессионных облигаций за последние пять лет значительно расширилась и набирает обороты, а концессионные облигации являются конкурентным финансовым инструментом.

Концессионные облигации оправдывают свою привлекательность для инвесторов, среди основных преимуществ которых можно выделить следующие:

- устойчивые финансовые условия — возможность «реальной» доходности на такие


³ Хотя бы одного из концессионных соглашений (выпуск обеспечивает финансирование трех концессионных проектов).

Эмитент	«Главная дорога»				УО		УО НН	ЗСД	«Волга-Спорт»	СЗКК	«Автодор»	
	Серия выпуска											
Событие дефолта:	01	03	06	07	01	02	01	01-05	01-02	03-04	01	03
просрочка исполнения обязательства по выплате купонного дохода по облигациям или отказ от исполнения указанного обязательства;	+		+	+	+	-	+	+	+	+	+	-
просрочка исполнения обязательства по выплате номинальной стоимости по облигациям или отказ от исполнения указанного обязательства;	+		+	+	+	-	+	+	+	+	+	-
просрочка по вине эмитента исполнения обязательства по выплате купонного дохода по облигациям или отказ от исполнения указанного обязательства;	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+
просрочка по вине эмитента исполнения обязательства по выплате номинальной стоимости по облигациям или отказ от исполнения указанного обязательства	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	+

Таблица 8
События дефолта
в концессионных
облигациях

бумаги с применением плавающей ставки, так как в рамках концессионного соглашения доходность концессионера, как правило, рассчитывается с применением таких же переменных (ИПЦ, ставка рефинансирования и прочее) и гарантируется государством;

- использование института государственной гарантии, предоставляемой заинтересованной в реализации концессионного соглашения стороной — концедентом;

- упрощенный порядок включения концессионных облигаций в котировальные списки;
- специальные концессионные события, при которых у облигационера возникает право на досрочное погашение облигаций и выплаты накопленного купонного дохода (изменение концессионного соглашения, его досрочное прекращение). 

VI конференция

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ LOANS 2015 В РОССИИ И СНГ

24 сентября 2015

Москва, «Кортъярд Марриотт Москва Центр»

Крупнейшее профессиональное мероприятие, посвященное рынку синдицированного кредитования в России и странах СНГ. В 2015 году конференция пройдет в формате полудневного мероприятия с **14:00 до 18:00**.

Организатор:



Официальный партнер:



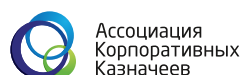
Спонсоры:



При участии:



Поддерживающие ассоциации:



www.cbonds-congress.com



Программа, спонсорство: Карина Буянова
karina@cbonds.info, тел. +7 (812) 336-97-21 *121

Регистрация: Юлия Усова
j.usova@cbonds.info, тел. +7 (812) 336-97-21 *104