

РАЗВИТИЕ РЫНКА ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ: МЕХАНИЗМЫ СЕКҮЮРИТИЗАЦИИ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ФЕДЕРАЛЬНЫХ АВТОДОРОЖНЫХ ПРОЕКТОВ

А.В. Буравов, независимый исследователь
(Россия, г. Москва)

DOI:10.24412/2411-0450-2025-9-11-18

Аннотация. В статье рассматриваются актуальные проблемы финансирования масштабных инфраструктурных проектов в Российской Федерации, в частности, в сфере строительства платных автомобильных дорог. Приведен анализ существующих ограничений существующих моделей привлечения финансирования, таких как концессионные соглашения и долгосрочные инвестиционные соглашения, которые приводят к высокой стоимости заемного капитала и концентрации рисков на государстве. В качестве ключевого решения предлагается механизм секьюритизации денежных потоков от инфраструктурных проектов через выпуск инфраструктурных облигаций (ИАО). Исследуются предпосылки для формирования рынка ИАО, комплекс необходимых стимулирующих мер со стороны регулятора и правительства, а также потенциальный пул инвесторов и международный опыт. Представлена возможная целевая архитектура финансового инструмента инфраструктурных облигаций и поэтапный механизм его реализации на примере pilotного проекта. Развитие рынка ИАО способно диверсифицировать источники финансирования, снизить нагрузку на государственный бюджет и привлечь долгосрочные частные инвестиции в инфраструктуру.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации, секьюритизация, государственно-частное партнерство (ГЧП), концессионные соглашения, рефинансирование проектов, долгосрочные инвестиции, финансирование инфраструктуры.

Реализация Национальных проектов требует масштабных инвестиций в модернизации и создании новой транспортной инфраструктуры. Традиционное бюджетное финансирование ограничено и требует повышения эффективности бюджетных инвестиций через привлечение частного капитала. Основными моделями такого привлечения выступают концессионные соглашения (КС) [1] и долгосрочные инвестиционные соглашения (ДИС).

Указанные модели привлечения внебюджетных инвестиций столкнулись с системными проблемами: отсутствием интереса со стороны Государства к финансированию проектов по ставкам, сопоставимым со ставками привлечения напрямую на баланс Государственной корпорации (например, ГК «Автодор», Росатом и др), при этом концентрацией рисков также на Концеденте через прямое соглашение. Статистически большинство проектов реализуется по модели ДИС/КС, по которой кредиторы требуют премию за правовые и структурные риски в размере до 2-3% годовых сверх ставок по корпоративным облигациям (ОФЗ+). Это приводит к удороожа-

нию проектов и повышению объема выплат инвестиционных платежей со стороны Концедента.

Выходом из сложившейся ситуации является диверсификация источников финансирования и перенос акцента с банковского кредитования на механизмы рынка капитала. Наиболее перспективным инструментом для этого предлагается секьюритизация денежных потоков от инфраструктурных проектов и выпуск специализированных инфраструктурных облигаций (ИАО).

1. Текущие проблемы финансирования инфраструктурных проектов

Выделены ключевые проблемы привлечения внебюджетного финансирования, которые могут стать предпосылками развития ИАО:

1. дисбаланс в финансировании и распределении рисков. Государственное финансовое плечо (включая средства Фонда национального благосостояния) обеспечивает от 55% до 90% стоимости строительства. При этом все риски концентрируются на концеденте (и, в конечном итоге, на государстве), в то время как повышенная доходность достается бан-

кам-кредиторам, компенсирующим высокие риски этапа строительства;

2. высокая стоимость частного финансирования. Маржа банков при кредитовании проектов на стадии строительства существенно повышает общую стоимость заемного капитала, делая ряд проектов менее экономически [4]. эффективными или непривлекательными для частных инвесторов и подрядчиков;

3. ограниченность и недиверсифицированность источников. Финансирование осуществляется преимущественно за счет банковских кредитов, что создает зависимость от конъюнктуры банковского сектора и регуляторных требований к капиталу кредитных организаций (RWA – Risk-Weighted Assets);

4. сложная структура выпусков ИАО: эмитент – специализированное общество, обеспечение в форме залогов прав требований по контрактам и счетам эмитента;

5. начальный этап развития локального рынка инфраструктурных облигаций: крайне ограниченный опыт или отсутствие опыта участия в размещениях инфраструктурных облигаций большинством инвесторов;

6. отсутствие на рынке спроса на корпоративные облигации с «плавающей» доходностью, привязанной к индексу потребительских цен.

Данные проблемы обуславливают необходимость поиска новых моделей взаимодействия и привлечения стратегического партнера, способного обеспечить экспертизу и доступ к альтернативным источникам капитала. Таким партнером выступает Государственная корпорация развития ВЭБ.РФ.

2. Инфраструктурные облигации как механизм секьюритизации

Инфраструктурные облигации – это вид облигаций, выпускаемых специальными проектными обществами (СПО или СОПФ) в рамках ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» [2]. Их ключевая особенность – привязка к конкретному проекту, а не к балансу корпорации-инициатора.

Механизм секьюритизации в ИАО заключается в выделении денежных потоков от эксплуатации готового инфраструктурного объекта (например, платной автомобильной дороги) в специализированное общество проектного финансирования (СОПФ), которое и выпускает облигации. Обеспечением по таким

облигациям выступают денежные требования по соглашениям с государством обоснованные денежным потоком по проекту (концессионные соглашения, ДИС).

Преимущества модели ИАО:

- снижение корпоративного риска: Инвесторы оценивают риски самого проекта, а не риски Государственного заказчика в целом как юридического лица;

- выделение отдельного класса активов: ИАО формируют новый класс бумаг, под который инвесторы могут открывать отдельные лимиты, не конкурирующий с корпоративными облигациями;

- долгосрочность: Срок обращения ИАО (7-15 лет) идеально соответствует длительному жизненному циклу инфраструктурных проектов;

- рефинансирование банковских кредитов: позволяет заменить более дорогое банковское финансирование на этапе эксплуатации на более дешевое рыночное, высвобождая кредитные лимиты банков для новых проектов.

3. Целевая архитектура рынка инфраструктурных облигаций

Рассматривается следующая целевая модель реализации проекта с ИАО:

1. отбор проекта: Государственный заказчик отбирает проект, находящийся на эксплуатационной стадии (для пилотных сделок), проводит его транспортную экспертизу и отбирает подрядчика;

2. финансовая экспертиза: Независимый институт развития, например, ВЭБ.РФ проводит независимую финансовую экспертизу проекта, оценивая его денежные потоки и инвестиционную привлекательность;

3. структурирование: Стороны совместно структурируют сделку, готовят всю необходимую документацию;

4. создание СОПФ: для выпуска ИАО создается Специальное общество проектного финансирования (СОПФ) – банкрото-удаленный юридический лицо, являющееся эмитентом облигаций;

5. организация выпуска: при участии банков-андеррайтеров и финансовых консультантов подготавливается финансовая документация, определяются параметры выпуска (объем, срок, купон). При необходимости согласовываются меры господдержки;

6. размещение: Выпуск ИАО размещается среди инвесторов. «Младший», наиболее рисковый транш, может приобретаться подрядчиком или институтами развития для кредитного усиления сделки;

7. финансирование строительства / рефинансирование: Полученные от размещения средства направляются на рефинансирование ранее привлеченных кредитов или (в перспективе) на финансирование нового строительства;

8. обслуживание и погашение: Возврат средств инвесторам осуществляется за счет денежного потока от эксплуатации проекта (сбора платы за проезд).

Ключевую роль в данной архитектуре играет Оператор Программы рефинансирования (напр. ВЭБ.РФ), который разрабатывает стандарты ИАО, осуществляет их андеррайтинг и выполняет функцию агента по выкупу, представляя инвесторам ликвидность.

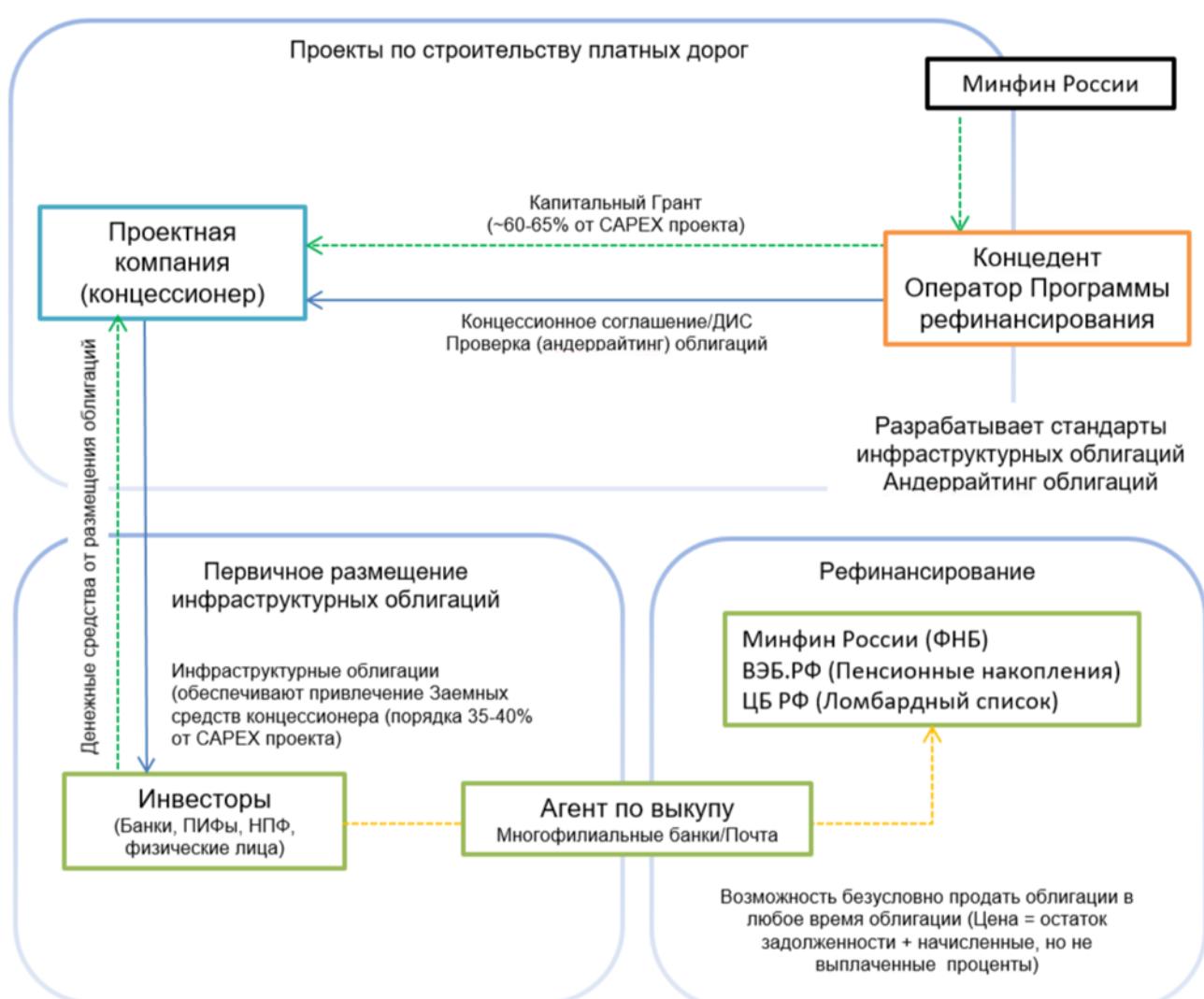


Рис. 1. Упрощенная целевая структура Программы развития рынка инфраструктурных автодорожных облигаций.

4. Комплекс необходимых стимулирующих мер для создания условий для рынка ИАО

Учитывая начальную стадию развития рынка и сложную структуру ИАО, для его запуска необходим комплекс стимулирующих мер со стороны государства и регулятора.

Выделены следующие ключевые меры и регуляторные преференции:

- снижение нагрузки на капитал банков (RWA): Пересмотр нормативов Банка России (Положения № 647-П, № 511-П, Инструкция № 199-И) для признания ИАО низкорисковыми активами.

- включение в ломбардный список Банка России: предоставит банкам возможность рефинансирования под залог ИАО через Московскую биржу и ЦБ РФ [3].

- льготное долгосрочное РЕПО: возможность для банков получать рефинансирование под ИАО у Банка России и ВЭБ.РФ по льготным ставкам.

- расширение пула инвесторов: Допуск для НПФ и страховых компаний: Внесение изменений в Положение Банка России № 580-П, разрешающее инвестировать пенсионные накопления и страховые резервы в ИАО.

- налоговые льготы: льготы по налогу на прибыль в части полученного процентного дохода и дохода от реализации по ИАО;

- повышение кредитного качества (кредитное усиление): для пилотных проектов целесообразно рассмотреть предоставление государственных гарантий по основной части долга для максимизации спроса и отработки модели;

- структурирование денежных потоков: возможность хеджирования рисков через производные инструменты для обеспечения стабильного обслуживания долга (напрямую через тариф или через деривативные сделки с Банком России/ Государственную корпорацию ВЭБ), обеспечивающих возможность обслуживания облигаций с фиксированным купоном или с «плавающим» купоном с привязкой к Ключевой ставке Банка России (отказ от доходности «ИПЦ+»);

- стимулирование процессов маркет-мейкинга ИАО.

5. Потенциальный пул инвесторов и оценка емкости рынка

Согласно предоставленным данным, текущий объем инфраструктурных облигаций в России составляет менее 1% от общего объема корпоративных заимствований (~90 млрд руб.). Однако потенциальная емкость рынка многократно выше [5].

Оценка располагаемой ликвидности основных групп инвесторов:

- Банки с государственным участием: 50%

- Негосударственные пенсионные фонды (НПФ): 15% (около 300 млрд руб.)

- Страховые компании: 10%

- ВЭБ.РФ: 10%

- РФПИ и прочие: 5%

Совокупно государственные банки, НПФ и ВЭБ.РФ могли бы обеспечить вложения в объеме не менее 1,5 трлн руб., что кратно превышает текущие объемы размещения и целевой показатель в 500 млрд руб. до 2024 года.

Предлагаемые индикативные параметры выпуска:

- Проект: федеральная / региональная концессия по созданию дорожной инфраструктуры;

- Стадия реализации (на момент выпуска облигаций): эксплуатационная;

- Объем: 10-15 млрд рублей;

- Срок: 7-10 лет;

- Купон: фиксированный / КС+;

- Время подготовки: 6 мес.;

- Суммарные индикативные расходы на организацию и инфраструктуру: [до 1%].

6. Международный опыт финансирования автодорожной инфраструктуры

США

По данным Фонда содействия ГЧП Всемирного банка, в общей сложности с 1991 года свыше 44 автомагистралей использовали подход ГЧП на общую сумму \$22,4 млрд при средней стоимости одного проекта около \$53 млн. Частные инвестиции покрывают около 35% затрат на строительство платных дорог [6]. В США также распространен механизм передачи в аренду государственных дорог, например, в 2006 году консорциуму компаний Macquarie-Cintra была передана дорога длиной 252,6 км на 75 лет. Взамен правительство получило \$3,8 млрд. [7].

Финансирование инфраструктурных проектов за счет выпуска инфраструктурных облигаций:

- государственные и муниципальные гарантии;

- секьюритизация: обеспечение облигаций денежными потоками от платы за проезд.

Transportation Corridor Agencies (TCA) образовано для планирования, финансирования, строительства и эксплуатации платных дорог округа Ориндж, США [9].

Платные дороги, обслуживаемые ТСА, финансируются с помощью освобожденных от уплаты налогов облигаций, обеспеченных будущими доходами от платы за проезд [8].

Строительство платных дорог финансируется за счет продажи облигаций как частным

лицам, так и институциональным инвесторам. Облигации могут быть погашены только за счет будущих сборов. Поскольку облигации не обеспечиваются государством, налогопла-

тельщики не несут ответственности за погашение долга, а также не несут риска в случае недостачи будущих налоговых поступлений.

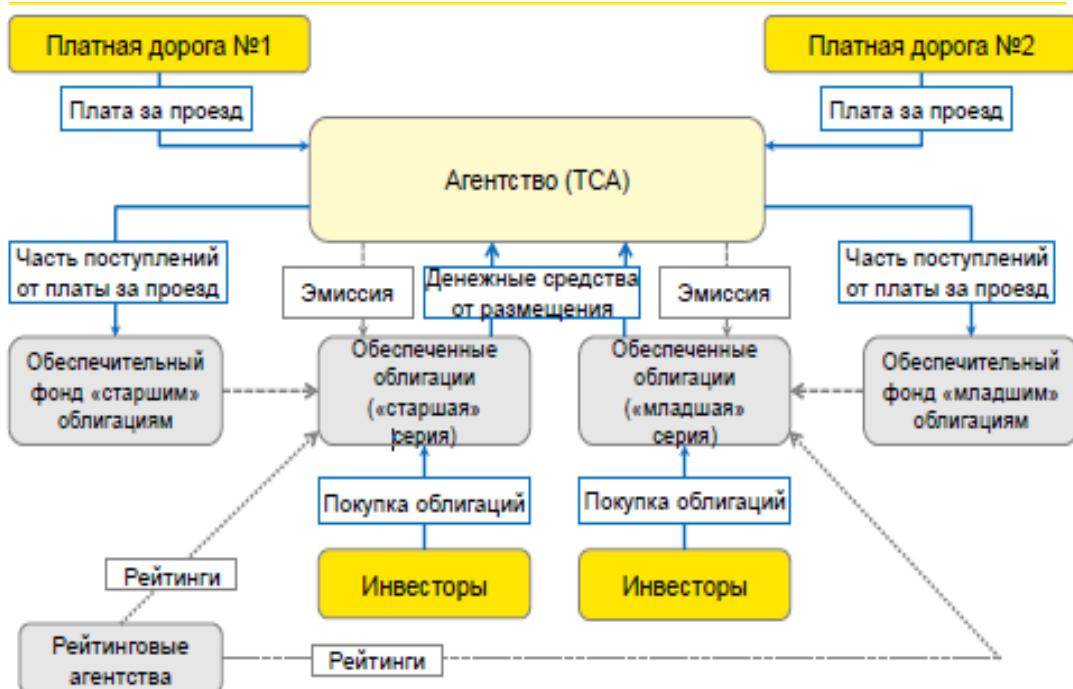


Рис. 2. Пример облигаций, обеспеченных будущими денежными потоками от платы за проезд (секьюритизация доходов от сбора платы, США).

Европейский союз

Практика секьюритизации будущих денежных потоков от платы за проезд не распространена. Существуют агентства, управляющие платными дорогами и/или занимающиеся привлечением финансирования, в том числе за счет облигаций (Италия, Франция).

Франция

По данным Фонда содействия ГЧП Всемирного банка, из 11 тыс. км платных автомобильных дорог более 8 тыс. км находятся в частном управлении, что составляет более 75%. Строительство половины всех платных дорог Франции финансируется за счет частных средств, а федеральный бюджет и местные бюджеты оплачивают по 25% расходов. Крупнейшие частные компании, управляющие строительством дорог во Франции: ASF (2,5 тыс. км), APRR (1,82 тыс. км), SANEF (1,75 тыс. км).

La caisse nationale des autoroutes (CNA) – государственное административное учреждение Франции, предназначенное для финансирования строительства автомагистралей.

Программа заимствований состоит в основном из выпуска облигаций. Бумаги, выпущенные без гарантии французского правительства с 1991 года, имеют рейтинг AA от Fitch Ratings и Standard & Poor's. большинство выпусков облигаций предназначены для финансирования нескольких операторов одновременно.

CNA также имеет право заимствовать средства у Caisse des Dépôts (CDC) в рамках программы, определяющей новые виды использования национальных сберегательных фондов. В 2004 году на финансирование транспортной инфраструктуры из средств программы было выделено 3,5 млрд евро. Чтобы соответствовать долгосрочному характеру инвестиций, CNA стремится привлекать средства со сроком погашения более десяти лет и в евро, чтобы избежать валютного риска.

5 апреля 2017 года CNA выпустила облигационный выпуск на сумму 40 млн евро. Эмиссионная стоимость выпуска составляет 122,365%, что соответствует актуарной ставке

0,9295%. Платеж был произведен 5 апреля 2017 года.

Управление долгом

В 2018 году СНА пересмотрел свою ставку заимствования с Европейским инвестиционным банком. Кредит в размере € 45 млн с по-

гашением в течение 12 лет, предоставленный в 2015 году по ставке 0,30% в течение первых 3 лет, был пересмотрен до 0,14% до 20.08.2021 года. (рис. 3). Пример облигаций, обеспеченных будущими денежными потоками от платы за проезд [10].

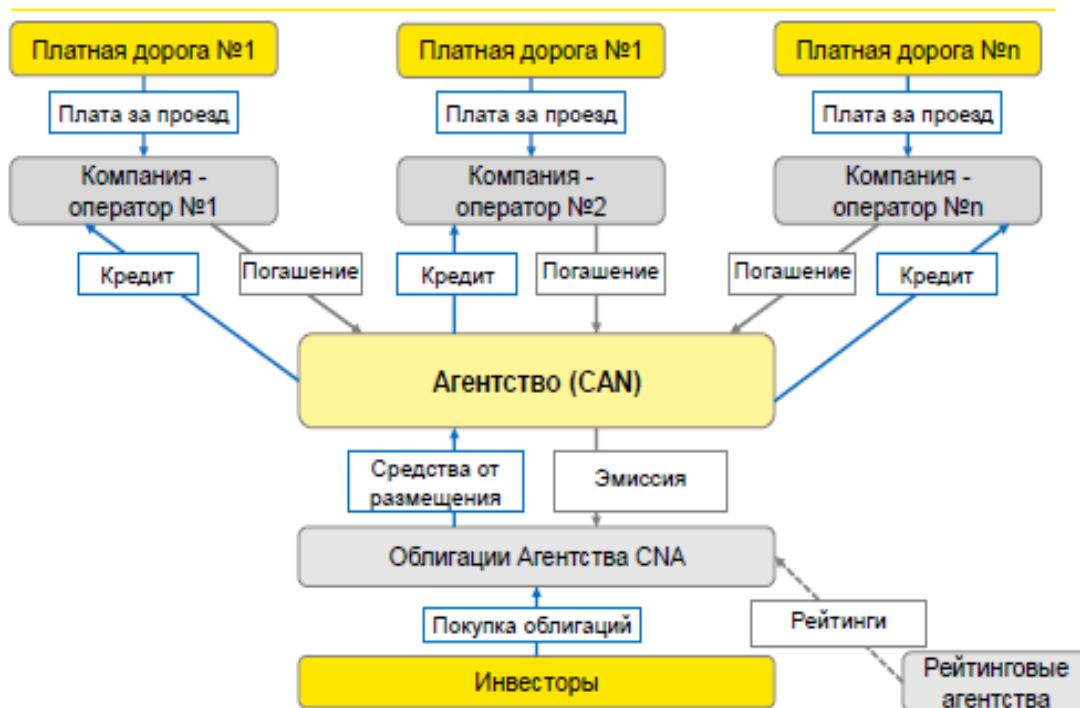


Рис. 3. Схема финансирования деятельности агентства Caisse National des Autoroutes

Великобритания

В Великобритании с помощью ГЧП была построена одна дорога – платная трасса M6 Toll. Работы были закончены в 2003 году, проект задумывался для разгрузки одного из самых популярных направлений движения в Западной Европе – от Бирмингема до Ливерпуля. Трасса M6 Toll Road стала первой платной автомагистралью в Великобритании, не считая мостов и тоннелей. Построила дорогу компания Midland Expressway Ltd, затраты составили около \$1,1 млрд, срок использования трассы заканчивается в 2054 году, и дорога будет передана государству [12].

Япония

Japan expressway holding and debt repayment agency (JEHDRA) создано в октябре 2005 года с целью владения и сдачи в аренду активов скоростных дорог, а также быстрого и стабильного погашения долгов, унаследованных от государственных корпораций, а также вновь возникших долгов от нового строительства скоростной дороги. Управление риском

процентных ставок осуществляется с помощью разнообразного и эффективного управления обязательствами (например, выпуском сверхдолгосрочных облигаций). В результате был погашен непогашенный долг с 38,2 трлн иен на начало приватизации до 27,2 трлн иен на конец 2017 финансового года [14].

В 2017 финансовом году был открыт участок скоростной автомагистрали Син-Мэйсин между узлом/развязкой Такацуки и узлом Кобе, создав двойную сеть для маршрута Тюоку/Мэйсин.

Заключение

Развитие рынка инфраструктурных облигаций в России представляет собой стратегически важную инициативу, способную решить системные проблемы финансирования масштабных автодорожных проектов. Механизм секьюритизации через выпуск ИАО позволяет диверсифицировать источники капитала, снизить стоимость заемных средств за счет распределения рисков и привлечь долгосроч-

ных инвесторов, таких как НПФ и страховые компании [13].

Успешная реализация этой модели требует тесного взаимодействия между государственными корпорациями, регуляторами (Банк России, Минфин) и частным финансовым сектором. Запуск пилотного проекта по рефинансированию действующей автодороги на эксплуатационной стадии является необходимым первым шагом для отработки всех юридиче-

ских, финансовых и регуляторных процедур, создания прецедента и формирования доверия со стороны инвесторов.

Предложенный комплекс стимулирующих мер позволит запустить рынок ИАО и заложит основу для создания в России глубокого и ликвидного рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру, что является ключевым фактором устойчивого экономического роста.

Библиографический список

1. Федеральный закон от 21 июля 2005 года N 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» от 21.07.2005 N 115-ФЗ. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_54572/.
2. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 02.07.2021) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.10.2021). – Ст. 15.1. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/.
3. Указание Банка России от 27.11.2019 N 5346-У «О порядке расчета страховыми организациями нормативного соотношения активов и принятых ими страховых обязательств» (вместе с «Положением о порядке расчета страховыми организациями нормативного соотношения активов и принятых ими страховых обязательств»). – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cbr.ru/StaticHtml/File/112246/5346-U.pdf>.
4. Положение Банка России от 16.12.2021 N 580-П «О порядке формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений». – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cbr.ru/StaticHtml/File/138229/580-p.pdf>.
5. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2030 года (утв. Распоряжением Правительства РФ от 29 сентября 2022 г. № 2750-р). – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://static.government.ru/media/files/0gJ5eWkderQ3tC1Em4IN6X5kf1Xq1iA4.pdf>.
6. World Bank Group. Mobilizing Finance for Public-Private Partnerships. – 2017. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing>.
7. Inderst G. Infrastructure Investment, Private Finance, and Institutional Investors: Asia from a Global Perspective // ADBI Working Paper Series. – 2016. – № 555. – P. 1-25.
8. Yescombe E.R. Principles of Project Finance. – 2nd ed. – Academic Press, 2013. – 512 p.
9. Flyvbjerg, B. The Oxford Handbook of Megaproject Management. – Oxford University Press, 2017. – 594 p. (Глава 15: Financing Megaprojects).
10. Transportation Corridor Agencies (TCA). Official Website: Background & History. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://thetollroads.com/about/background>.
11. La Caisse nationale des autoroutes (CNA). "Méthodes de financement". – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cna-autoroutes.fr/Financing-Methods.html>.
12. Japan Expressway Holding and Debt Repayment Agency (JEHDRA). "Annual Report 2018". – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.jehdra.go.jp/english/pdf/annual_report2018.pdf.
13. Половнев А.С., Гаврилов К.А. Секьюритизация активов как инструмент привлечения финансирования инфраструктурных проектов в России // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26. – № 6 (798). – С. 1287-1305.
14. Криворотов А.К., Кулакова Н.А. Перспективы развития рынка инфраструктурных облигаций в условиях модернизации экономики // Экономика и предпринимательство. – 2021. – № 10 (135). – С. 412-415.

**INFRASTRUCTURE BONDS MARKET DEVELOPMENT IN RUSSIA:
SECURITIZATION MECHANISMS FOR FINANCING FEDERAL HIGHWAY PROJECTS**

**A.V. Buravov, Independent Researcher
(Russia, Moscow)**

Abstract. This article examines current challenges in financing large-scale infrastructure projects in the Russian Federation, particularly in the toll roads construction. It provides an analysis of the limitations inherent in existing funding models, such as concession agreements and long-term investment agreements, which lead to high costs of debt capital and a concentration of states risks. As a key solution, the cash flows securitizing mechanism from infrastructure projects through the issuance of infrastructure bonds (IBOs) is proposed. The article explores the prerequisites for the formation of an IBO market, the comprehensive set of necessary incentive measures from the regulator and the government, as well as the potential investor pool and international experience. A possible target architecture for the infrastructure bond financial instrument and a step-by-step mechanism for its implementation are presented using a pilot project as an example. The development of the IBO market can diversify funding sources, reduce the burden on the state budget, and attract long-term private investment into infrastructure.

Keywords: infrastructure bonds, securitization, public-private partnership (PPP), concession agreements, project refinancing, long-term investments, infrastructure financing.