

---

# Инфраструктура

## РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ: ТРЕБУЕТСЯ ПРОРАБОТКА НОРМАТИВНОЙ БАЗЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ПОВЫШЕНИЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Ю. А. ПЛЕСКАЧЕВ  
Ю. Ю. ПОНОМАРЕВ  
К. В. РОСТИСЛАВ

*В статье проведен анализ актуальных изменений параметров инфраструктурных облигаций в России, которые являются распространенным в мировой практике инструментом привлечения частного целевого финансирования на длительные сроки (20–30 лет) для реализации инфраструктурных проектов, когда возможность применения других инструментов поиска средств затруднена. С опорой на обзор развития рынка инфраструктурных облигаций в зарубежных странах и ретроспективную и современную российскую практику выделены основные критерии, обеспечивающие привлекательность инфраструктурных облигаций, названы возможные проблемы и сформулированы рекомендации для развития инфраструктурных облигаций в России.*

*Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы государственного задания РАНХиГС.*

**Ключевые слова:** инфраструктурные облигации, развитие инфраструктуры.

**JEL:** E60, H50, H54.

### Инфраструктурные облигации в мировой практике: понятие и примеры использования

Развитие инфраструктуры является одним из ключевых факторов, определяющих потенциал роста экономики [15], способствует сокращению экономического неравенства и снижению уровня бедности. Необходимость вложений в инфраструктуру общепризнана исследователями и экспертными сообществами, органами власти, однако среди особенностей таких инвестиций можно выделить следующие [18]:

1. Сложность корректной оценки полного социально-экономического эффекта от реализации инфраструктурного проекта. Несмотря на то что прямые выплаты владельцу инфраструктурного объекта могут не покрывать его затрат, косвенные и индуцированные эф-

фекты от реализации проекта могут быть чрезвычайно выгодными для экономики в целом, поскольку могут включать позитивные эффекты от развития инфраструктурных услуг для широкого круга других секторов.

2. Сложность формирования механизмов распределения и привлечения частного финансирования. Инфраструктурные проекты часто включают большое количество сторон и нередко затрагивают сферу естественных монополий – например, автомагистрали или водоснабжение, где сохраняется значительное участие государства, в том числе в целях предотвращения проблем с предоставлением услуг в этих социально значимых сферах. Это требует сложных юридических механизмов для обеспечения надлежащего распределения выплат и распределения рисков для согласования стимулов всех вовлеченных сторон.

---

*Плескачев Юрий Андреевич, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: pleskachuev-ya@ranepa.ru; Пономарев Юрий Юрьевич, директор Центра пространственной экономики РАНХиГС при Президенте Российской Федерации; старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, канд. экон. наук (Москва), e-mail: ponomarev@iep.ru; Ростислав Кирилл Владимирович, младший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: rostislav-kv@ranepa.ru*

3. Высокая капиталоемкость и большие сроки окупаемости инфраструктурных проектов. Инвестиции в инфраструктуру требуют значительных объемов финансовых вложений, которые окупаются на протяжении многих лет, в то время как начальная фаза инфраструктурного проекта сопряжена с высокими рисками. Кроме того, уникальность инфраструктурных проектов с точки зрения предоставляемых ими услуг снижает ликвидность инвестиций в инфраструктуру. Временной профиль денежных потоков, высокие первоначальные риски и неликвидность делают частные инвестиции в инфраструктуру трудно реализуемыми и дорогостоящими.

Эти и ряд других причин обуславливают сложность привлечения для целей развития инфраструктуры частного финансирования. Сдерживающим развитие инфраструктуры фактором, в силу особенностей таких вложений, часто является отсутствие проработанных должным образом инвестиционных проектов. При этом договорные отношения, подразумевающие распределение рисков и прибылей, формулируются недостаточно четко, что создает неправильное распределение стимулов между различными участниками проекта [18].

Более широкое участие частных инвесторов и разработка экономически рациональных структур финансирования могут смягчить эти проблемы и повысить эффективность и успешность инфраструктурных проектов. Привлечение огромных ресурсов рынков капитала, которые до сих пор могли использоваться в недостаточных объемах, могло бы стимулировать финансирование инфраструктуры. Одним из финансовых инструментов, получивших значительное распространение в ряде стран и позволивших сделать инфраструктуру привлекательной для более широкой группы инвесторов, лучше диверсифицировать риски, стали инфраструктурные облигации.

Несмотря на широкое использование инфраструктурных облигаций в мировой практике, единого нормативного определения этого понятия до сих пор не существует из-за раз-

личий в аспектах применения таких облигаций в разных странах. В качестве консенсуса их определение можно сформулировать следующим образом: *инфраструктурные облигации – отдельный класс облигаций, которые выпускаются национальными или региональными органами власти, государственными либо частными компаниями или организациями для привлечения средств на реализацию конкретных проектов в сфере инфраструктуры (транспортной, социальной, энергетической и др.)*.

Основная цель выпуска инфраструктурных облигаций – привлечение «длинных» денег (20–30 лет), которые необходимы для реализации проектов в этой сфере. При этом характерная черта таких облигаций – гарантия возврата вложенных средств для частных инвесторов со стороны государства либо глубокая отраслевая экспертиза и высокий кредитный рейтинг у организации, выпустившей такие облигации. Гарантии, глубокая экспертиза и надежность эмитента обуславливают высокий кредитный рейтинг по таким облигациям, что, во-первых, позволяет привлекать недорогое финансирование, во-вторых, дает компаниям, выпустившим инфраструктурные облигации, доступ к финансированию со стороны институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, коммерческих банков), которые, с одной стороны, ограничены вложениями только в самые надежные бумаги, а с другой – являются держателями «длинных» денег, готовыми инвестировать в подобные проекты в отличие от других классов инвесторов.

В мировой практике инфраструктурные облигации получили широкое распространение. Например, Всемирный банк совместно с различными институтами развития выпускает облигации под проекты в области устойчивого развития с 1947 г. [19], а с 2008 г. запустил отдельную программу «зеленых» облигаций, которые по своей сути являются более узким сегментом инфраструктурных облигаций. «Зеленые» облигации Всемирного банка вы-

пускаются для привлечения капитала специально для поддержки проектов, связанных с изменением климата или окружающей среды<sup>1</sup> [20].

Широкое применение инфраструктурные облигации получили в США, Австралии, Чили, Индии, активно использовались в Китае: до 70% всех инфраструктурных проектов в этих странах реализуется на средства, полученные от выпуска инфраструктурных облигаций. Европейский опыт менее богат, однако инфраструктурные облигации здесь также применяются при реализации крупных инфраструктурных проектов. Во Франции инфраструктурные облигации были впервые использованы для строительства стадиона Stade de France при подготовке к чемпионату мира по футболу 1998 г.

Примером инфраструктурных облигаций в США служат revenue bonds, или облигации с выплатой процентов из определенного источника дохода, денежные гарантии по которым обеспечиваются не муниципальными органами власти (как для облигаций под общее обязательство — general obligation bonds), которые их выпускают, а денежным потоком от эксплуатации конкретного проекта (объекта инфраструктуры), для финансирования строительства или реконструкции которого и выпускались облигации [17].

Муниципальные облигации в США обеспечивают около 65% финансирования инфраструктурных проектов. При этом около 65% держателей муниципальных облигаций — это

частные индивидуальные инвесторы, которые покупают такие облигации либо через паевые фонды, либо самостоятельно [11]. С 2010 г. около 60% объема муниципальных облигаций, выпущенных в США, приходится именно на revenue bonds (см. рисунок) [14], а число эмитентов муниципальных облигаций приблизилось к 60 тыс. [9].

Revenue bonds могут выпускаться для создания или расширения различных предприятий, генерирующих доход, включая:

- а) коммунальные услуги водоснабжения и водоотведения;
- б) платные дороги и мосты;
- в) аэропорты, морские порты и другие транспортные узлы;
- г) электростанции и объекты электрогенерации, ряд других объектов.

Revenue bonds, выпускаемые в США, привлекательны тем, что доходы от облигаций штатов не облагаются федеральными налогами. Тогда как в России с 2021 г. отменяются льготы по налогу на купонный доход по облигациям федерального займа (ОФЗ), муниципальным и субфедеральным облигациям, а также выпущенным после 1 января 2017 г. корпоративным облигациям [10].

Для снижения затрат на привлечение финансирования и для повышения кредитного рейтинга может создаваться совместный облигационный фонд, когда несколько муниципалитетов или предприятий коммунального хозяйства принимают решение объединиться в целях совместного финансирования расхо-

<sup>1</sup> «Зеленые» облигации выпускаются и используются:

- муниципальными и региональными властями. Канадская провинция Британская Колумбия, штат США Массачусетс, города Йоханнесбург (ЮАР) и Гетеборг (Швеция) выпускали «зеленые» облигации длительностью от 6 до 32 лет, направленные на повышение энергоэффективности, развитие экологических проектов в сфере общественного транспорта, снижение вредных выбросов в атмосферу, реализацию проектов в области очистки воды, рекультивации земель и др.;
- организациями развития и взаимной торговли. Канадское экспортно-кредитное агентство, немецкий государственный банк KfW использовали «зеленые» облигации на срок от 3 до 5 лет для поддержки проектов в сфере очистки воды и воздуха, а также возобновляемых источников энергии;
- коммунальными организациями. Водопроводно-коммунальное управление округа Колумбия в США и французская энергетическая компания GDF Suez выпускали «зеленые» облигации для финансирования инициатив по очистке рек и возобновляемым источникам энергии;
- банками и корпорациями. Инвестиционный фонд недвижимости Regency Centers Corporation, компания «Тойота», американский Bank of America, голландский ABN AMRO и индийский YES BANK также использовали «зеленые» облигации для финансирования проектов по строительству торговых центров, отвечающих современным экологическим стандартам, выпуска автомобилей с гибридными двигателями, реализации проектов в области ветровой и солнечной энергетики и ряда других.

дов по подготовке и организации выпуска облигаций. При этом общие облигации выпускаются на сумму, равную сумме общих потребностей в финансировании [11].

В Европе для выпуска инфраструктурных облигаций муниципалитеты создают кооперативные долговые агентства (*local government funding agency*), которые предоставляют региональным и муниципальным властям доступ к рынкам капитала для финансирования государственных инвестиционных проектов. Данные организации выпускают облигации или выдают кредиты от имени всех своих членов, которые в равной степени отвечают в случае неплатежеспособности одного из участников [11].

Муниципальные долговые агентства успешно функционируют в Норвегии, Швеции, Финляндии и Голландии. Основные преимущества такого механизма:

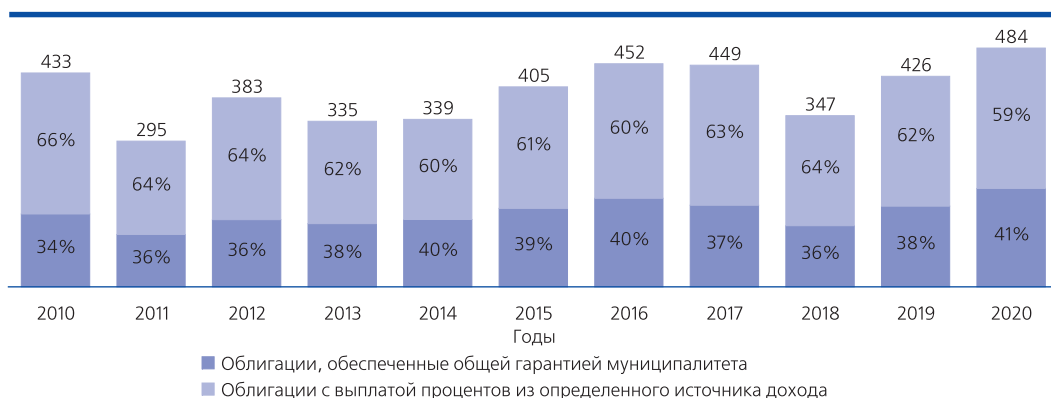
- взаимосвязь всех членов организации с помощью совместных поручительств способствует повышению кредитоспособности ее облигаций – в отличие от ситуации, когда каждый орган местного самоуправ-

ления выходит на рынок долговых обязательств самостоятельно;

- есть возможность осуществлять более объемные выпуски, чем когда каждый муниципалитет выпускает свои собственные облигации;
- расходы на выпуск облигационных займов распределяются между всеми муниципалитетами, кредитные рейтинги для всех общие, что также удешевляет стоимость заимствований, так как нет необходимости присваивать рейтинг каждому отдельно взятому муниципалитету – кредитный рейтинг для организации один;
- специализированное агентство привлекает средства более профессионально, чем отдельные муниципалитеты.

Выпуск инфраструктурных облигаций может осуществляться в соединении с механизмом TIF (*tax increment financing*<sup>2</sup>), в рамках которого государственная сторона может привлечь на рынке долговое финансирование и уже на стадии реализации проекта рассчитываться по долгу и процентам за счет дополнительных налоговых поступлений благодаря

**Объем выпуска муниципальных облигаций в США в 2010–2020 гг. (млрд долл.) и доли от общего объема облигаций с выплатой процентов из определенного источника дохода\* и облигаций, обеспеченных общей гарантией муниципалитета\*\* (в %)**



\* – Revenue bonds.

\*\* – General obligation bonds.

Источник: [14].

<sup>2</sup> Финансирования за счет прироста налогов.

стимулированию проектом экономической деятельности. Наибольшее число примеров использования TIF в США, Канаде, Великобритании и Индии относится к реализации инфраструктурных (транспортная, социальная инфраструктура) и ритейловых проектов, проектов по комплексному развитию территорий, в которых долг привлекают региональные или муниципальные власти, а используемый в дальнейшем прирост налогов (например, на имущество или землепользование) находится непосредственно в их администрировании.

В 2012 г. было объявлено о строительстве высокоскоростной железнодорожной магистрали в Калифорнии между городами Сан-Диего и Сан-Франциско с использованием механизмов TIF для привлечения дополнительного финансирования. Предполагается, что к 2029 г. магистраль позволит перемещаться от Сан-Франциско до Лос-Анджелеса менее чем за три часа со скоростью выше 200 миль в час, а в итоге система дойдет до Сакраменто и Сан-Диего, общая длина составит 800 миль, включая 24 станции [13].

### **Инфраструктурные облигации в России: текущая ситуация и планы**

Особенности инфраструктурных облигаций в российском праве были определены только в 2020 г., но ссылки на этот финансовый инструмент имелись в нормативных актах задолго до его формального определения.

Первый интерес к инфраструктурным облигациям в России появился в 2005–2006 гг., однако долго не доходил до какой-либо формализации. Согласно проекту федерального закона «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций», который находился в стадии обсуждения в 2010–2011 гг., «инфраструктурная облигация — облигация, эмитируемая специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания и (или) реконструкции инфра-

структуры, исполнение обязательств по которой обеспечено в размере и порядке, предусмотренных настоящим Федеральным законом». Но законопроект не был утвержден, и, соответственно, правового закрепления институт инфраструктурных облигаций в России до последнего времени не имел.

Инфраструктурные облигации фигурировали как одна из возможностей привлечения финансирования в следующих стратегических документах:

- Транспортной стратегии Российской Федерации на период до 2030 года (утверждена 22 ноября 2008 г.);
- Стратегии развития электросетевого комплекса Российской Федерации (утверждена 3 апреля 2013 г.);
- Стратегии развития внутреннего водного транспорта Российской Федерации до 2030 года (утверждена 29 февраля 2016 г.);
- Долгосрочной стратегии развития зернового комплекса Российской Федерации до 2035 года (утверждена 10 августа 2019 г.), а также в ряде других.

Определение инфраструктурных облигаций и правила их выпуска были зафиксированы в Положении «О стандартах эмиссии ценных бумаг» (действует с 11 мая 2020 г.) Центрального банка России (далее — Положение ЦБ РФ) [4]. Согласно этому документу инфраструктурными облигациями могут называться облигации, решение о выпуске или программа которых содержит одновременно (гл. 67 Положения ЦБ РФ):

- условие об использовании всех привлеченных средств для финансирования создания или реконструкции имущества — объекта концессионного соглашения или соглашения государственно- или муниципально-частного партнерства (ГЧП или МЧП);
- описание проекта целевого финансирования;
- условия досрочного погашения облигаций в случае нецелевого использования средств;
- описание механизма контроля за целевым использованием привлеченных средств;

- сведения об обязанности эмитента раскрывать информацию о целевом использовании средств.

Эти же требования к инфраструктурным инвестициям приводятся и в Положении Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» [5], вступающем в силу 1 октября 2021 г.

Инфраструктурные облигации в определении Положения ЦБ РФ — это вид облигаций с целевым использованием привлеченных денежных средств наряду с «социальными» и «зелеными» облигациями. Вместе с тем инфраструктурные облигации, определенные Положением ЦБ РФ, не исчерпывают перечня всех возможных долговых бумаг, выпускаемых для финансирования инфраструктурных проектов. Эти прочие виды облигаций могут не содержать указанных выше условий и все же использоваться для целей, «связанных с финансированием проекта по созданию и (или) реконструкции имущества (недвижимого имущества или недвижимого имущества и движимого имущества, технологически связанных между собой)».

По состоянию на февраль 2021 г. на Московской бирже облигации с целевым использованием привлеченных средств были представлены только новыми «зелеными» и «социальными» облигациями, помещенными биржей в отдельный сектор устойчивого развития. Особенность таких облигаций состоит в размещении заключения верификатора о соответствии облигаций принципам указанного вида целевых облигаций, а также в представлении отчетности о целевом использовании средств (по мере их расходования). Такие принципы до определения условий выпуска Положением ЦБ РФ брались из документов Международной ассоциации рынков капитала (ISMA), в связи с чем «зеленые» и «социальные» облигации появились на российской бирже еще до 2020 г. [16]. Более того, даже новое Положение ЦБ РФ отсылает в перечне условий их выпуска к международно признанным принципам.

В соответствии с Положением «О стандартах эмиссии ценных бумаг» инфраструктурные облигации могут привлекаться для финансирования объекта концессионного соглашения или соглашения ГЧП (МЧП), но таким объектом, согласно пп. 13 и 14 ч. 1 ст. 14 ФЗ «О концессионных соглашениях» и пп. 11 и 12 ст. 7 ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», могут быть объекты здравоохранения, образования, культуры и спорта, т.е. такие объекты, облигации для финансирования которых могут называться «социальными». Требования к «социальным» облигациям строже, чем к инфраструктурным, однако в указанном случае объектов здравоохранения и иных видов «социальные» облигации удовлетворяют требованиям, предъявляемым к облигациям инфраструктурным. Примером такой фактической возможности отнесения «социальных» облигаций к инфраструктурным в строгом смысле термина служит выпуск облигаций ООО «СФО "Социального развития"» для проектирования, создания и технического обслуживания объектов культуры, дошкольного, общего и дополнительного образования в городском округе «Город Якутск» [8].

Аналогичные доводы справедливы для представленных на бирже «зеленых» облигаций, в частности облигаций, выпущенных в 2016–2019 гг. ООО «Транспортная концессионная компания» по концессионному соглашению с Санкт-Петербургом для строительства и эксплуатации сети скоростного трамвая [7].

Гарантии целевого использования привлеченных с помощью инфраструктурных облигаций средств — главное их отличие, согласно Положению ЦБ РФ, от облигаций, которые до февраля 2021 г. выпускали ОАО «РЖД», ГК «Автодор» и АЗ «ЗСД» (для строительства в Санкт-Петербурге Западного скоростного диаметра). Несмотря на указание в проспектах данных облигаций в качестве цели строительства тех

или иных инфраструктурных объектов, условия эмиссии не давали держателям облигаций права требовать досрочного их погашения в случае нецелевого использования средств; в условиях также не было сведений о механизме контроля за целевым использованием средств.

Во второй половине 2020 г. вице-премьер Правительства РФ М.Ш. Хуснуллин представил планы по выпуску облигаций на 1 трлн руб. для финансирования строительства дорог и жилья. Согласно этим планам ГК «Автодор» выпустит облигации на 500 млрд руб., АО «ДОМ.РФ» – на 300 млрд руб. (до 2023 г.), а ГКР «ВЭБ.РФ» – на 200 млрд руб. [12]. ГК «Автодор» будет привлекать инвестиции для строительства дороги Западная Европа–Западный Китай, включающей в себя Центральную кольцевую автомобильную дорогу А-113 и автомагистраль Москва–Казань М12 [3]. ДОМ.РФ в 2021 г. выпустит облигации на 27 млрд руб. для финансирования строительства жилья и связанной с ним инженерной, транспортной и социальной инфраструктуры в Ленинградской, Тюменской, Сахалинской, Тульской и Ростовской областях.

Более подробная информация о сроках, условиях и других параметрах выпуска этих облигаций отсутствует, однако известно, что по меньшей мере ДОМ.РФ будет руководствоваться не требованиями к инфраструктурным облигациям из Положения ЦБ РФ, но вступившими в силу 6 января 2021 г. Правилами финансирования строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры с использованием специализированных обществ проектного финансирования (далее – Правила) [6]. Двусмысленность в понимании инфраструктурных облигаций в этих двух документах усугубляется еще и тем, что СОПФ, созданное согласно Правилам АО «ДОМ.РФ» в январе 2021 г., имеет официальное название ООО «СОПФ "Инфраструктурные облигации"». Злоупотребление термином «инфраструктурные облигации» обесценивает введенное Банком России право на идентификацию (наименование) не-

которых облигаций как инфраструктурных: в действительности такое наименование получают облигации, не удовлетворяющие установленным Положением ЦБ РФ требованиям.

Согласно утвержденным Правилам СОПФ «Инфраструктурные облигации» (100%-ное дочернее общество АО «ДОМ.РФ») размещает облигации (минимальная сумма займа – 300 млн руб., срок займа в пределах 3–15 лет), обеспеченные поручительством АО «ДОМ.РФ», для широкого круга инвесторов. Привлеченные средства направляются на создание инфраструктуры посредством договоров займов (застройщикам). При этом ДОМ.РФ при выпуске так называемых инфраструктурных облигаций является связующим звеном между инвестором и регионом; компания предоставляет гарантии по обязательствам и в случае дефолта выкупит займы. Дополнительно предоставляется гарантия субъекта РФ в объеме 90% займа (при подтверждении возвратности обязательств на этапе экспертизы).

Кроме того, согласно информации ДОМ.РФ, «предусматривается субсидирование купона по облигациям, выпущенным СОПФ, из федерального бюджета. Благодаря этому финансирование строительства объектов инфраструктуры будет предоставляться со стороны СОПФ по льготной ставке. Данная мера государственной поддержки направлена на повышение привлекательности размещаемых СОПФ ценных бумаг для инвесторов. Субсидия позволит обеспечить полную и своевременную выплату купонного дохода».

Установленный Правилами механизм не связан с определением инфраструктурных облигаций в Положении ЦБ РФ. Различия между документами состоят прежде всего в следующем:

- конечный объект финансирования СОПФ может не быть предметом концессионного соглашения или соглашения ГЧП (МЧП), но требует одобрения межведомственной комиссией по отбору проектов строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры при Министерстве строитель-



ва и жилищно-коммунального хозяйства, в то время как выпуск инфраструктурных облигаций, согласно Положению ЦБ РФ, может использоваться компаниями для финансирования любого инфраструктурного проекта без условия одобрения министерством;

- фактически Правила устанавливают механизм финансирования инфраструктуры именно в рамках жилищного строительства. Хотя они и допускают, что все акции СОПФ могут принадлежать не только единому институту развития в жилищной сфере, но и иной организации, определенной Правительством РФ (п. 3 Правил), в действительности такая «иная организация» не определена, а единый институт развития в жилищной сфере – это АО «ДОМ.РФ» (изначально АО «Агентство по ипотечному кредитованию») – следовательно, речь в Правилах идет только об облигациях нового ООО «СОПФ "Инфраструктурные облигации"»;
- описанный в Правилах механизм финансирования сложно совместить с требованиями, предъявляемыми к отчетности о целевом использовании привлеченных инфраструктурными облигациями средств в определении инфраструктурных облигаций ЦБ РФ: СОПФ лишь накапливает денежные средства, которые затем использует для предоставления займов застройщикам либо напрямую, либо через еще одного посредника – созданное субъектом РФ акционерное общество. Из-за посредничества теряют смысл установленные Банком России требования гарантий целевого использования средств, так как контроль за ним доступен не держателю облигаций СОПФ, а самому СОПФ как заимодавцу застройщиков или созданных субъектом РФ акционерных обществ;
- для эмиссии инфраструктурных облигаций, согласно Положению ЦБ РФ, не требуются какие-либо гарантии со стороны органов государственной власти (институ-

та развития) или местных властей, в то время как выплаты по договорам займа в рамках Правил (механизм СОПФ) гарантируются федеральным бюджетом в форме субсидий, а также займа у института развития – владельца специализированного общества, выкупа институтом проблемных долговых обязательств специализированного общества. Фактически это ставит потенциальных внешних (в частности, не связанных с выгодами эксплуатации объекта инфраструктуры напрямую) рыночных инвесторов перед выбором большего контроля над целевым использованием средств либо больших гарантий доходности, что, при прочих равных, склоняет чашу весов в пользу механизма финансирования СОПФ. Вместе с тем из обзора международного опыта следует, что идея финансирования долга за счет будущих поступлений от реализации инфраструктурного проекта (revenue bonds) государственных гарантий выплаты средств не требует.

Неопределенность относительно статуса инфраструктурных облигаций – не единственная угроза применению долгового финансирования инфраструктурных проектов в России.

Одна из проблем – ненадежность эмитентов инфраструктурных облигаций. Большинство региональных застройщиков неизвестно за пределами своих регионов, что увеличивает риски для частных инвесторов [12]. Даже облигации от государственной компании «Автодор» – не безрисковый актив, так как «планы по выручке регулярно не исполнялись из-за срыва сроков строительства платных дорог... а отсутствие дефолтов... объяснялось лишь докапитализацией из бюджета» [1]. Если же покупателями данных облигаций будут Министерство финансов России, банки, пенсионные фонды, страховые компании, то привлечение суммы в 1 трлн руб. возможно. Государственные гарантии от Правительства РФ смогут привлечь дополнительные инвестиции как от крупных иностранных фондов, так и от отечественных частных компаний. Возможность привлечения столь



значительной суммы будет зависеть от предлагаемых параметров доходности, государственных гарантий, ситуации на рынке облигационных займов в России и внешних факторов.

### **Заключение**

Привлекательность инфраструктурных облигаций обеспечивают высокие рейтинги эмитентов, а также качество проработки проектов и успешность реализации аналогичных инфраструктурных программ в прошлом, обязательное целевое использование привлеченных средств, государственные гарантии либо обеспеченность выплат конкретными источниками дохода (в том числе перспективным приростом налоговых поступлений на территориях, связанных с реализацией проекта). В некоторых странах дополнительную привлекательность инфраструктурным облигациям создают налоговые льготы.

До недавнего времени правовое закрепление института инфраструктурных облигаций в России отсутствовало. Нормативно (в Положении ЦБ РФ) утвержденное в 2020 г. определение инфраструктурных облигаций в качестве ключевых параметров выделяет исключительно целевое использование всех привлекаемых средств (и механизм контроля за ним), а также досрочное погашение облигаций в случае нецелевого использования средств, неисполнения обязанности эмитента раскрывать информацию о целевом их использовании. Таким образом, выпущенные ранее на российском рынке облигации, которые использовались с целью привлечения средств для строительства платной автомагистрали «Западный скоростной диаметр» и участков федеральных дорог М10 и М1, не соответствуют этим критериям и являются обычными корпоративными облигациями.

В 2020 г. объявлены планы по использованию инфраструктурных облигаций для привлечения 1 трлн руб. за два-три года на строительство жилья и необходимой для него коммунальной и социальной инфраструктуры (ДОМ.РФ – 300 млрд руб. в 2021–2023 гг., ВЭБ.РФ – 200 млрд руб.), а также для развития

транспортной инфраструктуры (ГК «Автодор» – 500 млрд руб.). Возможности привлечения столь значительных сумм не только ограничиваются частично сохраняющейся правовой неопределенностью в отношении инфраструктурных облигаций, но и будут зависеть от предлагаемых параметров доходности, государственных гарантий, ситуации на рынке облигационных займов в России и внешних факторов, а также от дальнейших действий по развитию механизмов использования инфраструктурных облигаций.

Для развития рынка инфраструктурных облигаций в России и реализации намеченных планов по привлечению финансирования целесообразно:

1. Проработать нормативно-правовую базу:
  - согласовать требования к инфраструктурным облигациям в Правилах финансирования строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры с использованием специализированных обществ проектного финансирования с условиями выпуска инфраструктурных облигаций согласно Положению ЦБ РФ «О стандартах эмиссии ценных бумаг»;
  - не допускать употребления термина «инфраструктурные облигации», которое обесценивало бы право на идентификацию им узкого круга долговых бумаг;
  - гарантировать возможность выпуска под обеспечение будущим приростом налоговых поступлений на территориях, охватываемых эффектами от реализации на привлеченные средства инфраструктурного проекта;
  - разрешить выпуск инфраструктурных облигаций для финансирования и тех объектов, которые не являются объектами ГЧП (МЧП) или концессионного соглашения. В том числе расширить спектр сфер реализации проектов, для финансирования которых возможно использование инфраструктурных облигаций (ИТ-инфраструктура, транспортная ин-

фраструктура (не только в городах), социальная инфраструктура).

2. Повысить надежность и привлекательность инфраструктурных облигаций для частных инвесторов за счет:

- налоговых и иных видов льгот для инвесторов;

- обеспечения возможности выпуска инфраструктурных облигаций совместными облигационными фондами — объединениями нескольких муниципалитетов и/или регионов по образцу муниципальных долговых агентств за рубежом. ■

### Литература

1. Адамчук О., Акиншина Ю. Госкомпания «Автодор» хочет занять у рынка 500 млрд рублей на строительство дорог // Сетевое издание «Ведомости», 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2020/09/18/840345-goskompaniya-avtodor>
2. ДОМ.РФ (2021). URL: [дом.рф](http://domrf.ru)
3. Интерфакс-Недвижимость. «Автодор» может привлечь средства через инфраструктурные облигации под десяток проектов // Интерфакс-Недвижимость, 2020. URL: <https://realty.interfax.ru/ru/news/articles/119460/>
4. Положение Банка России от 19.12.2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_344933/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933/)
5. Положение Банка России от 27.03.2020 г. № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_352306/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352306/)
6. Постановление Правительства РФ от 31 декабря 2020 г. № 2459 «Об утверждении Правил финансирования строительства (реконструкции) объектов инфраструктуры с использованием облигаций специализированных обществ проектного финансирования и о внесении изменения в Положение о Правительственной комиссии по региональному развитию в Российской Федерации». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_373556/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_373556/)
7. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Независимое заключение о соответствии облигаций ООО «Транспортная концессионная компания» классов А1, А2, А3, А4, Б принципам зеленых облигаций / Московская биржа, 2020. URL: <https://fs.moex.com/f/13768/otchet.pdf>
8. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Отчет о выражении независимого заключения о соответствии облигаций ООО «СФО "Социального развития"» принципам социальных облигаций / Рейтинговое агентство «Эксперт РА», 2020. URL: [https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social\\_bonds\\_report\\_rus.pdf](https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social_bonds_report_rus.pdf)
9. Стюарт Е. Иллюзия инфраструктурных облигаций. Почему фокус не удался? // Forbes, 2020. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349401-illyuziya-infrastrukturyh-obligacij-pochemu-fokus-ne-udalsya>
10. Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 102-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004010079>
11. Фонд «Институт экономики города». Обзор практики финансирования развития городской инфраструктуры в зарубежных странах и в России, 2020. URL: [http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika\\_primeneniya\\_infrastrukturyh\\_obligacij.pdf](http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika_primeneniya_infrastrukturyh_obligacij.pdf)
12. Шохина Е. Правительство планирует триллионную эмиссию инфраструктурных облигаций // Сетевое издание «Ведомости», 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/09/17/840351-pravitelstvo-planiruet>
13. California High-Speed Rail Authority [сайт] (2020). URL: [http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide\\_Rail\\_Modernization/index.html](http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide_Rail_Modernization/index.html)
14. Securities Industry and Financial Markets Association. US Municipal Bonds Statistics / Securities Industry and Financial Markets Association. 2021. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-bonds-statistics/>
15. Srinivasu D.B., Srinivasa R. Infrastructure Development and Economic growth: Prospects and Perspective // Journal of Business Management & Social Sciences Research. January 2013. Vol. 2. No. 1. Pp. 81–91.
16. The International Capital Market Association. Principles of Green Bonds 2018. Voluntary standards for issuing green bonds / The International Capital Market Association. 2018. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Russian-GBP2020-06-280920.pdf>

17. The U.S. Securities and Exchange Commission. What are Municipal Bonds / The U.S. Securities and Exchange Commission. 2020. URL: <https://www.sec.gov/munied>
18. Torsten E. Understanding the challenges for infrastructure finance // BIS Working Papers. August 2014. Vol. 1. Pp. 1–29.
19. World Bank. Bonds for Sustainable Development / World Bank. 2021. URL: <https://pubdocs.worldbank.org/en/397991549030936431/investor-presentation-world-bank-bonds-Feb-2019.pdf>
20. World Bank. What are Green Bonds? / World Bank. 2021. URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>

### References

1. Adamchuk O., Akinshina Yu. State company «Avtodor» wants to borrow on the market Rb 500 bn for roads construction // Online media outlet «Vedomosti». 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2020/09/18/840345-goskompaniya-avtodor>
2. DOM.RF (2021). URL: [дом.рф](http://domrf.ru)
3. Interfax-Nedvizhimost. «Avtodor» can raise funds via infrastructure securities for ten projects // Interfax-Nedvizhimost, 2020. URL: <https://realty.interfax.ru/ru/news/articles/119460/>
4. Regulation of the Bank of Russia of 19.12.2019. No. 706-P «On standards of emission of securities». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_344933/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933/)
5. Regulation of the Bank of Russia of 27.03.2020. No. 714-P «On disclosure of information by issuers of equity securities». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_352306/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_352306/)
6. Resolution of RF Government of December 31, 2020. No. 2459 «On Approval of the Rules for Financing the Construction (Reconstruction) of Infrastructure Facilities using the Bonds of Specialized Project Finance Companies and on Amendments to the Regulations on the Government Commission for Regional Development in the Russian Federation». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_373556/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_373556/)
7. Rating agency «Expert RA». Independent finding on the compliance of the Transport Concession Company LLC bonds of classes A1, A2, A3, A4, B with the principles of green bonds / Moscow stock exchange, 2020. URL: <https://fs.moex.com/f/13768/otchet.pdf>
8. Rating agency «Expert RA». Report on the expression of an independent opinion on the compliance of the bonds of SFO Social Development LLC with the principles of social bonds / Rating agency «Expert RA», 2020. URL: [https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social\\_bonds\\_report\\_rus.pdf](https://www.raexpert.ru/releases/2020/apr29c/social_bonds_report_rus.pdf)
9. Stuart E. The illusion of infrastructure bonds. Why the trick failed? // Forbes, 2020. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349401-illyuziya-infrastrukturnyh-obligacij-pochemu-fokus-nedalsya>
10. Federal Law of 01.04.2020 No. 102-FZ «On Amendments to Parts One and Two of the Tax Code of the Russian Federation and Certain Legislative Acts of the Russian Federation». URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004010079>
11. Fund The Institute for Urban Economics. Review of the practice of financing the development of urban infrastructure in foreign countries and in Russia, 2020. URL: [http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika\\_primeneniya\\_infrastrukturnyh\\_obligacij.pdf](http://www.urbanecomomics.ru/sites/default/files/praktika_primeneniya_infrastrukturnyh_obligacij.pdf)
12. Shohina E. Government plans trillion-dollar infrastructure bond emission // Online media outlet «Vedomosti», 2020. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/09/17/840351-pravitelstvo-planiruet>
13. California High-Speed Rail Authority [сайт] (2020). URL: [http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide\\_Rail\\_Modernization/index.html](http://www.hsr.ca.gov/Programs/Statewide_Rail_Modernization/index.html)
14. Securities Industry and Financial Markets Association. US Municipal Bonds Statistics / Securities Industry and Financial Markets Association. 2021. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-bonds-statistics/>
15. Srinivasu D.B., Srinivasa R. Infrastructure Development and Economic growth: Prospects and Perspective // Journal of Business Management & Social Sciences Research. January 2013. Vol. 2. No. 1. Pp. 81–91.
16. The International Capital Market Association. Principles of Green Bonds 2018. Voluntary standards for issuing green bonds / The International Capital Market Association. 2018. URL: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Russian-GBP2020-06-280920.pdf>
17. The U.S. Securities and Exchange Commission. What are Municipal Bonds / The U.S. Securities and Exchange Commission. 2020. URL: <https://www.sec.gov/munied>
18. Torsten E. Understanding the challenges for infrastructure finance // BIS Working Papers. August 2014. Vol. 1. Pp. 1–29.

19. World Bank. Bonds for Sustainable Development / World Bank. 2021. URL: <https://pubdocs.worldbank.org/en/397991549030936431/investor-presentation-world-bank-bonds-Feb-2019.pdf>
20. World Bank. What are Green Bonds? / World Bank. 2021. URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf>

### **Development of Infrastructure Bonds in Russia: Elaboration of the Regulatory Framework and Instruments to Raise the Attractiveness for Investors is Required**

**Yury A. Pleskachyev** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [pleskachyev-ya@ranepa.ru](mailto:pleskachyev-ya@ranepa.ru)

**Yury Yu. Ponomarev** – Head of Center for Spatial Economics of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; Senior Researcher of the Gaidar Institute for Economic Policy, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: [ponomarev@ranepa.ru](mailto:ponomarev@ranepa.ru)

**Kirill V. Rostislav** – Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [rostislav-kv@ranepa.ru](mailto:rostislav-kv@ranepa.ru)

*The article analyzes the current changes in the parameters of infrastructure bonds in Russia, which are a common instrument in the world practice for attracting private targeted financing for long periods (20–30 years) for the implementation of infrastructure projects, when the possibility of using other instruments to raise funds is difficult. Based on the review of the development of the infrastructure bond market in foreign countries and the retrospective and modern Russian practice, the main criteria that ensure the attractiveness of infrastructure bonds are highlighted, possible problems are identified and recommendations for the development of infrastructure bonds in Russia are made*

*The article was prepared as part of the state research order of the RANEPА.*

**Key words:** infrastructure bonds, infrastructure development.

**JEL-codes:** E60, H50, H54.