

## ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ИНОСТРАННЫЙ ОПЫТ И НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В РОССИИ

© 2011 К.А. Макаревич

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

E-mail: koste-msal@mail.ru

Одним из направлений совершенствования механизмов государственно-частного партнерства является законодательное оформление его новых инструментов. Одним из таких инструментов в России могут стать инфраструктурные облигации. Автор рассматривает правовую природу таких ценных бумаг, международный опыт их использования, перспективы применения в России.

*Ключевые слова:* рынок ценных бумаг, государственно-частное партнерство, инфраструктурные облигации, концессионные соглашения.

### *Международная практика*

Поддержание темпов развития мировой экономики требует осуществления широкомасштабных инвестиций в инфраструктуру. Потребности таких инвестиций в глобальном масштабе оцениваются как колоссальные<sup>1</sup>. В условиях ограниченных финансовых возможностей государств особую роль приобретают механизмы привлечения в инфраструктурный сектор частного капитала, развитие различных форм государственно-частного партнерства (далее - ГЧП). Наряду с уже традиционными механизмами финансирования инфраструктурных проектов, такими как кредитование и государственное софинансирование, в отдельных странах распространение получили так называемые “инфраструктурные облигации”.

Термин “инфраструктурные облигации” (*infrastructure bonds*) употребляется в научной литературе как объединяющее наименование различных ценных бумаг, характеризующихся общими признаками, и имеет два основных значения: экономическое и юридическое<sup>2</sup>. С экономической точки зрения, этим термином часто обозначают облигации, которые выпускаются для финансирования инфраструктурного объекта или отдельных этапов реализации инфраструктурного проекта. В юридическом значении термин инфраструктурные облигации означает облигации, которые соответствуют критериям, установленным в законодательстве тех стран, где данный термин имеет законодательное закрепление (например, в США<sup>3</sup>), и которые выпускаются для финансирования строительства или модернизации инфраструктурного объекта.

Анализ конкретных форм инфраструктурных облигаций, установленных в законодательстве

различных стран, позволяет выделить их два основных вида: 1) корпоративные инфраструктурные облигации или “проектные облигации” (*project bonds*) - облигации, эмитированные проектной компанией для финансирования отдельного инфраструктурного проекта<sup>4</sup> и 2) публичные целевые облигации - облигации, имеющие целевой характер, выпуск которых осуществляет публично-правовое образование (государство или муниципалитет) и (или) юридическое лицо, учредителем либо собственником с преобладающим участием в уставном капитале которого является публично-правовое образование, а также юридическое лицо, выполняющее какие-либо публичные функции (на основании лицензии или соглашения с публично-правовым образованием). Публичные целевые облигации в свою очередь могут иметь различные виды: облигации, обеспеченные доходами от проекта (*revenue bonds*), облигации с общим обязательством (*general obligation bonds*) и другие виды<sup>5</sup>.

### *Основные характеристики инфраструктурных облигаций*

Инфраструктурные облигации имеют ряд признаков, отличающих их от корпоративных облигаций и облигаций, выпускаемых публичными образованиями: (1) длительный период обращения инфраструктурных облигаций (как правило, 15-30 лет), что соответствует среднему сроку реализации проекта, т.е. сроку строительства/модернизации объекта и периоду эксплуатации (окупаемости) проекта; (2) специфическое обеспечение (государственные и муниципальные гарантии или так называемые “квазигарантии”, банковские гарантии и поручительства, залог

прав по проектным соглашениям, страхование рисков и др.); (3) специфическая база инвесторов (как правило, пенсионные фонды, страховые компании, банки развития); (4) целевой характер использования средств от размещения инфраструктурных облигаций: устанавливается перечень объектов или виды работ (услуг), финансируемых за счет средств, полученных от размещения облигаций; и (5) выпуск инфраструктурных облигаций осуществляется, как правило, на основании концессионного соглашения или соглашения о ГЧП между государством (на федеральном или региональном уровне) или муниципальными органами власти, с одной стороны, и проектной компанией, осуществляющей эмиссию облигаций, - с другой.

Поскольку инфраструктурные облигации, в отличие от обычных корпоративных облигаций, выпускаются для целей конкретного проекта, то при инвестировании в инфраструктурные облигации инвестор несет риски, связанные исключительно с данным проектом (выплаты по инфраструктурным облигациям осуществляются за счет поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры, построенного в рамках проекта), а не риски спонсоров проекта.

Иностранные эксперты отмечают следующие характеристики, обусловившие интерес инвесторов к данному финансовому инструменту<sup>6</sup>:

(1) постоянный источник дохода, генерируемый проектом, его низкая волатильность;

(2) соответствие инфраструктурных облигаций требованиям, установленным для пенсионных фондов и страховых организаций, достижение которых позволяет таким инвесторам вкладывать в них свои средства;

(3) наличие механизмов страхования от инфляционных потерь<sup>7</sup>;

(4) бюджетная поддержка инфраструктурных облигаций (предоставление государственных гарантий);

(5) предсказуемость будущих поступлений и структура обеспечения позволяет рассчитывать на высокий рейтинг на протяжении всего цикла обращения облигаций; и

(6) низкая зависимость от ситуации на рынке ценных бумаг.

Кроме того, использование инфраструктурных облигаций позволяет инвесторам диверсифицировать их инвестиционный пакет, сократить зависимость от кредитного финансирования и

получить альтернативное долгосрочное финансирование, обеспечить практически гарантированную доходность инвестиций при достаточно ясной структуре рисков.

Поверхностный анализ востребованности инфраструктурных облигаций в ряде стран не дает ответа, что первично: намеренное создание данного финансового инструмента на основе оцененного спроса со стороны определенной категории инвесторов или первые успешные проекты, обусловившие последующий спрос со стороны такой категории инвесторов. В любом случае первый опыт использования инфраструктурных облигаций можно признать успешным, принимая во внимание, что (1) была решена задача поиска альтернативного, уже существующего на тот момент способа финансирования инфраструктурных проектов, и (2) выявлена целевая (или преимущественная) группа инвесторов, готовых финансировать инфраструктурные проекты с использованием данного инструмента.

Интерес институциональных инвесторов к инфраструктурным облигациям подтверждается статистикой<sup>8</sup>, в соответствии с которой с 2005 по 2008 г. стоимость активов иностранных фондов, инвестирующих в инфраструктурные проекты, выросла с 3 до 90 млрд. долл. Доля инфраструктурных проектов в портфеле западных пенсионных фондов составляет 10-23 % стоимости активов и наблюдается устойчивый рост доли средств, инвестированных пенсионными фондами в инфраструктурные проекты.

Широкое применение инфраструктурные облигации получили в США<sup>9</sup>, Австралии, Чили, Индии<sup>10</sup>. Инфраструктурные облигации активно используются в Китае - до 70 % всех инфраструктурных проектов реализуется за счет средств, полученных от реализации инфраструктурных облигаций<sup>11</sup>. Европейский опыт менее богат, однако инфраструктурные облигации там также применяются при реализации крупных инфраструктурных проектов. Во Франции инфраструктурные облигации были впервые использованы в проекте строительства стадиона Stade de France в рамках подготовки к Чемпионату мира по футболу 1998 г.<sup>12</sup>

Государство, будучи заинтересованным в привлечении частного капитала для финансирования инфраструктурных проектов, осуществляет различные финансово-правовые меры поддержки выпуска инфраструктурных облигаций, выражающиеся среди прочего в предоставлении:

(1) государственных или квазигосударственных гарантий<sup>13</sup> по платежным обязательствам эмитента инфраструктурных облигаций;

(2) государственных или квазигосударственных гарантий в отношении отдельных аспектов концессионного соглашения или соглашения о ГЧП (например, гарантирование определенного коридора валютного курса или уровня поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры);

(3) налоговых льгот.

### *Инфраструктурные облигации в России*

Интерес к инфраструктурным облигациям как к механизму финансирования инфраструктурных проектов появился в России в середине 2000-х гг. и был обусловлен изучением иностранного опыта ГЧП. В условиях необходимости широкомасштабной модернизации инфраструктуры, ограниченных бюджетных ресурсов и предложения банковского капитала (особенно с началом кризисных явлений в мировой экономике и финансах в 2008 г.), специалисты стали обращать внимание на институциональных инвесторов, в распоряжении которых аккумулируются значительные объемы денежных средств.

Государственный подход в отношении инфраструктурных облигаций в целом сформировался к 2007-2008 гг. План мероприятий по реализации в 2008-2015 гг. Стратегии развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации до 2030 г.<sup>14</sup>, предусматривает среди мероприятий, имеющих целью повышение инвестиционной привлекательности железнодорожного транспорта, финансирование железнодорожного транспорта, в том числе путем использования такого инструмента финансирования, как инфраструктурные облигации.

Более детальная программа развития инфраструктурных облигаций была представлена в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г.<sup>15</sup> В параграфе, посвященном мерам по “созданию широких возможностей для секьюритизации финансовых активов”, предлагается для целей привлечения инвестиционных ресурсов в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и социальной инфраструктуры, реализуемые на основе ГЧП, предусмотреть меры, направленные на стимулирование инвестирования в инфраструктурные облигации. “Исполнение обязательств по таким облигациям

может обеспечиваться активами, создаваемыми в рамках проекта, а также постоянными платежами за пользование инфраструктурными объектами”. Для этих целей предполагалось внесение в законодательство Российской Федерации изменений, которые бы обеспечивали защиту прав владельцев инфраструктурных облигаций, а также возможность инвестирования в такие облигации средств кредитных организаций, пенсионных накоплений, в том числе аккумулируемых Пенсионным фондом Российской Федерации, пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. По мнению Правительства, указанная мера должна была позволить привлечь средства для финансирования инфраструктурных проектов и одновременно расширить перечень объектов для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов.

В Плате первоочередных мероприятий по реализации Стратегии развития финансового рынка предусмотрено “внесение изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части инфраструктурных облигаций)”<sup>16</sup>. В соответствии с этим Планом проект федерального закона, содержащий такие изменения, должен был быть внесен на рассмотрение Правительства в июне 2009 г. и в Государственную Думу в сентябре 2009 г., а в качестве ответственных исполнителей были указаны Федеральная служба по финансовым рынкам (далее - **ФСФР**), Министерство экономического развития, Министерство финансов с участием Банка России.

Наступление спада в экономике, вызванного мировым финансовым кризисом, не изменило планов Правительства по законодательному оформлению инфраструктурных облигаций. В Плате мероприятий Министерства экономического развития по реализации плана действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики<sup>17</sup> в разделе, посвященном транспортному комплексу, предусматривается среди других мер “обеспечение выпуска инфраструктурных облигаций, в том числе под гарантии Российской Федерации или Внешэкономбанка, для финансирования инфраструктурных проектов, реализуемых на принципах государственно-частного партнерства”. Более того, Правительство РФ в Программе

ме антикризисных мер Правительства РФ на 2009 г.<sup>18</sup> предусматривало меры поддержки сектора железнодорожных перевозок, в частности, размещение облигаций ОАО “Российские железные дороги” на ежемесячной основе по 30 млрд. руб. в месяц на период с февраля по май, помимо уже зарегистрированных “7 выпусков инфраструктурных облигаций на сумму в 100 млрд. руб.”<sup>19</sup>.

Министерство транспорта РФ в своих задачах на 2009 г. предлагало двухэтапный подход по нормативно-правовому закреплению инструмента инфраструктурных облигаций: (1) первый этап - обеспечение выпуска облигаций, обладающих рядом ключевых характеристик, присущих инфраструктурным облигациям, (2) второй этап - разработка и принятие федерального закона “Об инфраструктурных облигациях”.

Необходимо оговориться, что указанные облигации ОАО “РЖД”, в строгом смысле не являются инфраструктурными облигациями, так как не отвечают применимым к ним критериям. Полученные от размещения средства не имеют целевого назначения, эмиссия не имеет свойственного инфраструктурным облигациям обеспечения. Кроме того, сама сделка носила “клубный” характер: в качестве покупателей выступили банки, организовавшие размещение (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк), а также дочерний по отношению к РЖД “Транскредитбанк”<sup>20</sup>. Указанные особенности в равной степени относятся и к облигациям ОАО «АК “Транснефть”» общим объемом 35 млрд. руб., выпуск которых произошел в 2009 г. и которые в отдельных источниках, включая саму компанию, именовались инфраструктурными<sup>21</sup>. По своей сути, указанные бумаги являются не инфраструктурными облигациями, а корпоративными облигациями инфраструктурных компаний. В некоторых публикациях по теме такие бумаги также именуется “квазиинфраструктурными облигациями”<sup>22</sup>.

Однако самостоятельного правового закрепления институт инфраструктурных облигаций в России до настоящего времени не получил. Правоотношения, возникающие в связи с выпуском облигаций, их обращением и погашением, регулируются федеральным законом “О рынке ценных бумаг” от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ<sup>23</sup>. Правоотношения, возникающие в связи с подготовкой, заключением, исполнением и прекращением концессионных соглашений, регулируются федеральным законом № 115-ФЗ “о концессион-

ных соглашениях” от 21 июля 2005 г.<sup>24</sup> Сам термин “инфраструктурные облигации” также пока на уровне закона не закреплен. В то же время подход законодателя к содержанию данного термина отражен в проекте закона об инфраструктурных облигациях<sup>25</sup> (далее - **Законопроект об ИО**), находящегося в настоящее время на стадии обсуждения и согласования в Правительстве РФ.

В соответствии с Законопроектом об ИО под инфраструктурными облигациями понимаются “облигации, эмитируемые специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания и/или реконструкции инфраструктуры, исполнение обязательств по которой обеспечено в размере и порядке, предусмотренных настоящим Федеральным законом”<sup>26</sup>. Указание на целевой характер и предусмотренный обеспечительный механизм позволяют считать, что подход российского законодателя к данному финансовому инструменту в целом совпадает с международной практикой.

Важная особенность состоит в том, что в России выпуск инфраструктурных облигаций возможен только частными юридическими лицами. Это обусловлено невозможностью обеспечить целевое расходование денежных средств от выпуска инфраструктурных облигаций публичной стороной. Данное ограничение следует из принципов Бюджетного кодекса РФ, которые не допускают привязку конкретных государственных доходов к конкретным расходам, в связи с чем выпуск целевых инфраструктурных облигаций для финансирования конкретного проекта Российской Федерации, субъектом Российской Федерации или муниципальным образованием невозможен. Определение “инфраструктурной облигации” в Законопроекте об ИО также содержит указание на единственно возможного эмитента инфраструктурных облигаций - “специализированную проектную организацию”, которая может быть создана в форме общества с ограниченной ответственностью или открытого акционерного общества.

Министерство транспорта РФ в своих задачах на 2009 г. предлагало двухэтапный подход по нормативно-правовому закреплению инструмента инфраструктурных облигаций: (1) первый этап - обеспечение выпуска облигаций, обладающих рядом ключевых характеристик, присущих инфраструктурным облигациям, (2) второй этап - раз-

работка и принятие федерального закона “Об инфраструктурных облигациях”.

**Нормативно-правовое регулирование: первые шаги**

Первые шаги по нормативно-правовому закреплению инфраструктурных облигаций были сделаны ФСФР. В марте 2008 г. вступили в силу очередные изменения в Приказ ФСФР № 07-102/пз-н “Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг” от 9 октября 2007 г., регламентирующий порядок деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг<sup>27</sup>, в части пересмотра ряда требований по листингу облигаций. Был дополнен перечень исключительных случаев, когда ценные бумаги могут включаться в котировальные списки без соблюдения некоторых требований, предъявляемых в рамках обычного порядка выпуска. Такие исключительные случаи предусмотрены в отношении облигаций, исполнение обязательств по которым обеспечено государственной гарантией РФ и (или) поручительством или банковской гарантией Внешэкономбанка, а также в отношении облигаций эмитента-концессионера. Понятие “эмитент-концессионер” было введено впервые, под ним понимается юридическое лицо, заключившее концессионное соглашение с Российской Федерацией или субъектом РФ в рамках существующего федерального закона “О концессионных соглашениях”. В числе отмененных требований, предъявляемых к эмитентам-концессионерам, - наличие ежемесячного объема сделок, срок существования эмитента, наличие у эмитента финансовой отчетности по МСФО и отсутствие убытков. Также в приказе прописаны дополнительные особенности включения облигаций эмитента-концессионера в котировальный список для минимизации рисков инвестирования в такого рода ценные бумаги.

Однако указанные меры были оценены специалистами как недостаточные и неспособные обеспечить эффективность механизма инфраструктурных облигаций и сделать инфраструктурные облигации востребованным инструментом для инвесторов. Основные претензии предъявлялись к механизму государственных гарантий при нарушении эмитентом обязательств по выплате причитающихся владельцу облигаций платежей. В частности, владелец ценной бумаги мог получить выплаты по государственной гарантии только по истечении срока обращения инф-

раструктурных облигаций. На практике в случае неспособности эмитента осуществить выплату, например по купону, владелец облигации получил бы возмещение от государства по государственной гарантии только через 15-25 лет (средний срок обращения инфраструктурных облигаций). Применимо к банкам это означает необходимость создания дополнительных резервов, что непосредственно скажется на прибыльности. Участники рынка указывали на неэффективность такого механизма и необходимость внесения соответствующих изменений<sup>28</sup>.

14 декабря 2010 г. было принято Постановление Правительства РФ №1017 “О порядке предоставления в 2010 году государственной гарантии Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым юридическими лицами, отобранными в порядке, установленном Правительством Российской Федерации, на осуществление инвестиционных проектов”<sup>29</sup>. Данным постановлением фактически была решена проблема не устраивавшего инвесторов механизма предоставления гарантий. В соответствии с Правилами предоставления государственных гарантий РФ, предусмотренными данным Постановлением, государственные гарантии предоставляются в обеспечение исполнения обязательств принципалов по возврату суммы кредита (по выплате номинальной стоимости облигаций при их погашении) и уплате процентов за пользование кредитом (по выплате дохода по облигациям в виде процентов) в объеме до 100 % названных обязательств. При этом гарантии предоставляются на сумму, составляющую не более 50 % стоимости инвестиционных проектов, осуществляемых (финансируемых) принципалами. Также в п. 2 Правил установлено, что общий объем государственной поддержки инвестиционных проектов в различных формах, включая заключение концессионных соглашений, предоставление государственных гарантий по облигациям, субсидирование процентных ставок по привлекаемым принципалом кредитам, не должен превышать 75 % стоимости инвестиционного проекта, осуществляемого (финансируемого) этим принципалом.

Указанные правила распространяются на инвестиционные проекты, отобранные в соответствии с Правилами отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по

кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов<sup>30</sup>. В соответствии с данными правилами, к отбору допускаются проекты: (1) полная стоимость которых составляет не менее 5 млрд. руб. (175 млн. долл.), (2) не менее 15 % полной стоимости которых финансируется принципалом за счет собственных средств, (3) общий объем государственной поддержки которых не превышает 75 %, и (4) планируемый объем финансирования которых за счет обеспеченных государственной гарантией Российской Федерации облигационных займов и (или) кредитов, привлекаемых на его осуществление, должен составлять не более 50 % полной стоимости проекта.

#### ***Первые проекты с использованием инфраструктурных облигаций***

Перечень инвестиционных проектов, отобранных для целей предоставления государственных гарантий, был установлен Распоряжением Правительства РФ № 240-р от 27 февраля 2010 г. Перечень включает три проекта по строительству автомобильных дорог: (1) строительство в г. Санкт-Петербурге автомобильной дороги “Западный скоростной диаметр”, (2) строительство скоростной автомобильной дороги Москва - Санкт-Петербург на участке 15-й км - 58-й км и (3) строительство нового выхода на кольцевую автомобильную дорогу с федеральной автомобильной дороги М1 “Беларусь” Москва - Минск.

Для целей анализа интересно рассмотреть выпуск облигаций ОАО “Главная дорога”<sup>31</sup> в рамках проекта по строительству участка платной автомобильной дороги Москва - Минск в обход города Одинцова - третий проект из отобранных Правительством РФ (первый выпуск общим объемом 300 млн. руб. зарегистрирован ФСФР в мае 2010 г.). Бумаги выпускаются в соответствии с концессионным соглашением, заключенным в 2009 г. между Федеральным дорожным агентством Министерства транспорта РФ (Росавтодор) и ОАО “Главная дорога”. Срок концессионного соглашения - 30 лет (до июля 2039 г.), общая стоимость проекта - 32,4 млрд. руб. (из них 11 млрд. руб. - средства Инвестиционного фонда РФ)<sup>32</sup>. Более 60 % необходимого финансирования для строительства предполагается получить в виде заемных средств с помощью эмиссии шести облигационных займов<sup>33</sup>.

В ноябре 2010 г. произошло размещение облигаций ОАО “Главная дорога” (серия 03) номинальным объемом 8 млрд. руб. Отмечается, что размещение состоялось через котировальный список “А1”, покупателями выступили негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании и банки. Данный выпуск был анонсирован как первый выпуск инфраструктурных облигаций в России<sup>34</sup>.

Указанные облигации обладают следующими признаками, присущими инфраструктурным облигациям: (а) полученные от размещения средства направляются на реализацию конкретного проекта, т.е. имеют целевое назначение, что напрямую отражено в эмиссионных документах ОАО “Главная дорога”<sup>35</sup>, (б) выпуск облигаций осуществляется в соответствии с условиями концессионного соглашения, (в) эмитентом является специально учрежденная проектная компания. Указанный проект был отобран в качестве проекта, который может быть обеспечен государственной гарантией РФ; помимо этого, отмечается<sup>36</sup> фактическое наличие государственной гарантии по выпускаемым долговым обязательствам (условия концессионного соглашения предусматривают полную компенсацию основной суммы долга и процентных платежей по эмитируемому облигационному займу со стороны государства в случае расторжения концессионного соглашения, в том числе в случае дефолта концессионера; обязательства по облигациям будут исполнены даже в случае незапланированных негативных изменений в проекте и его реализации, в том числе в условиях значительного ухудшения финансовых показателей проекта по строительству автодороги). Исходя из вышеперечисленных характеристик, можно сказать, что выпущенные ОАО “Главная дорога” облигации в целом соответствуют признакам инфраструктурных облигаций, как этот термин определен в Законопроекте об ИО.

Законопроект об ИО в настоящее время находится на рассмотрении в Правительстве, в Государственную Думу еще не внесен. У идеи принятия закона есть сторонники, которые считают, что помимо закрепления отдельных норм, направленных на снятие ограничений для инвестирования в инфраструктурные облигации институциональными инвесторами, необходимо комплексное законодательное регулирование отноше-

ний по выпуску инфраструктурных облигаций. Эта задача может быть выполнена путем принятия единого закона, что позволит создать универсальный инструмент при реализации проектов ГЧП в различных отраслях, предусматривающих различное соотношение государственного и частного финансирования, различные варианты получения и передачи права собственности на создаваемый инфраструктурный объект и иные структурные особенности<sup>37</sup>.

Также есть и те, кто считают такой шаг преждевременным, полагая, что для начала необходимо отработать существующий механизм выпуска инфраструктурных облигаций и получить положительный опыт реализации пилотных проектов<sup>38</sup>.

Поддерживая точку зрения о целесообразности принятия такого закона в ближайшее время, важно отметить, что отдельные положения законопроекта об ИО требуют существенной доработки с целью создания четких и одновременно гибких законодательных рамок, обеспечивающих в числе прочего его гармоничное применение в рамках концессионных и иных ГЧП проектов, эффективный обеспечительный механизм, отвечающий интересам инвесторов и финансирующих организаций, адекватные конкурсные процедуры с учетом императивных норм применимого законодательства, а также комплексное регулирование иных вопросов.

<sup>1</sup> По оценке экспертов, в 2010-2020 гг. на цели развития инфраструктуры страны Евросоюза собираются выделить более 300 млрд. долл. США, Китай - около 200 млрд. долл. США, США и Канада - 180 млрд. долл. США, страны постсоветского пространства (включая Россию) - 56 млрд. долл. США. Источник: <http://www.cg-la.com/>.

<sup>2</sup> Батуева А. Финансирование инфраструктурного проекта: проектные облигации и облигации, обеспеченные поступлениями // РЦБ. 2009. № 9-10.

<sup>3</sup> Статья 15В разд. 31 Кодекса Западной Вирджинии (West Virginia Code).

<sup>4</sup> Например, опыт Австралии, Казахстана.

<sup>5</sup> Например, опыт США, Чили, Индии.

<sup>6</sup> Infrastructure financing/ Infrastructure bonds: key features// Презентация HSBC, январь 2010.

<sup>7</sup> В данном случае имеются в виду так называемые "индексируемые инфляцией облигации", т.е. облигации с купоном, индексируемым в соответствии с уровнем инфляции.

<sup>8</sup> Инвестирование пенсионных средств в инфраструктурные проекты с гарантированной доходностью

(в рамках ГЧП и концессионных соглашений) // Материалы выступления С.М. Кербера (УК "Лидер") на III Всерос. конференции "Актуальные вопросы негосударственного пенсионного обеспечения и обязательного пенсионного страхования". Ханты-Мансийск, 2009.

<sup>9</sup> Гейнц Д. Инфраструктурные облигации // Исследование ИАУ. 2008. № 4 (54).

<sup>10</sup> Подробнее об опыте использования инфраструктурных облигаций в Австралии, Чили, Индии (см.: Чернышев А. Инфраструктурные облигации. Текущее состояние // Sbonds Review. 2009. Март).

<sup>11</sup> От редакции: бумага стерпит // Ведомости. 2009. 18 февр. № 29 (299).

<sup>12</sup> Подробнее см.: Project Bonds: overview and applications // Презентация Gide Loyrette Nouel. 2009. Июль.

<sup>13</sup> Подробнее см.: Камаров Т. Квазигосударственные гарантии заимствования на рынке капитала // Презентация к выступлению на Казахстанском форуме эмитентов. Алматы, 2010.

<sup>14</sup> Утверждена Распоряжением Правительства РФ от 17 июня 2008 г. № 877-р (Собрание законодательства РФ). 2008. 21 июля. (№ 29) Ч. II. Ст. 3537.

<sup>15</sup> Утверждена Распоряжением Правительства РФ № 2043-р от 29 дек. 2008 г. (Собрание законодательства РФ). 2009. 19 янв. (№ 3). Ст. 423.

<sup>16</sup> См. п. 7 Стратегии развития финансового рынка.

<sup>17</sup> Утвержден Приказом № 383 Министерства экономического развития РФ от 10 нояб. 2008 г.

<sup>18</sup> Утверждена Правительством РФ 19 июня 2009 г. Российская газ. 2009. 20 марта (№ 48).

<sup>19</sup> См. раздел "Поддержка отдельных отраслей экономики" Программы антикризисных мер Правительства РФ на 2009 г.

<sup>20</sup> Скогорева А. Инфраструктура не в моде. URL: <http://slon.ru/articles/40111/>.

<sup>21</sup> Инфраструктурным проектам дали в репо. Держателям долгов "Транснефти" предложили дешевые деньги // Коммерсантъ. 2009. № 110 (4165).

<sup>22</sup> Инфраструктурные и квазиинфраструктурные облигации: новые возможности реализации инфраструктурных проектов. Аналитический обзор фирмы "Vegac-Лекс". URL: <http://www.vegalex.ru/>.

<sup>23</sup> Собрание законодательства РФ. 1996. 22 апр. № 17. Ст. 1918.

<sup>24</sup> Собрание законодательства РФ. 2005. 25 июля (№ 30). Ч. II. Ст. 3126.

<sup>25</sup> Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций: проект федер. закона. Опубликован на сайте Федеральной службы по финансовым рынкам РФ. URL: [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru).

<sup>26</sup> Законопроектом об ИО предусматриваются такие виды обеспечения, как государственная (муниципальная) гарантия, залог будущих денежных требова-

ний, банковская гарантия (включая банковскую гарантию ВЭБа), залог ценных бумаг и недвижимого имущества.

<sup>27</sup> Указанные изменения внесены Приказом ФСФР № 08-59/пз-н “О внесении изменений в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 09.10.2007 №07-102/пз-н” от 23 декабря 2008 года // Бюл. нормативных актов федеральных органов исполнительной власти”. 2009. 23 февр. № 8.

<sup>28</sup> Инфраструктурные облигации выпадают из-под госгарантий // Инвесторы растеряли интерес к новым бумагам // Коммерсантъ. 2010. № 94 (4394).

<sup>29</sup> Собрание законодательства РФ. 2010. 27 дек. № 52. Ч. 1. Ст. 7082.

<sup>30</sup> Утверждены Постановлением Правительства РФ №1016 от 14 декабря 2010 года (Собрание законодательства РФ. 2010. 27 дек. № 52. Ч. 1). Ст. 7081.

<sup>31</sup> Консорциум ОАО “Главная дорога” сформирован УК “Лидер” и включает Газпромбанк, ООО “Стройгазконсалтинг”, Brisa (Португалия), Alpine Bau (Австрия), FCC Construcción (Испания). Подробнее см.: Росавтодор и консорциум ОАО “Главная дорога” подписали соглашение по проекту “Новый выход на Московскую кольцевую автомобильную дорогу”. URL:

<http://www.ppp-russia.ru/kontsessii/49-rosavtodor-i-konsorcium-oao-glavnaya-doroga.html>.

<sup>32</sup> Подробнее о проекте см. сайт ОАО “Главная дорога”. URL: <http://www.m-road.ru/index.html>.

<sup>33</sup> Рейтинговое агентство АК&М присвоило инфраструктурному облигационному займу компании “Главная дорога” кредитный рейтинг по национальной шкале на уровне “А”. URL: [http://www.akm.ru/rus/news/2010/may/26/ns\\_3071661.htm](http://www.akm.ru/rus/news/2010/may/26/ns_3071661.htm).

<sup>34</sup> Газпромбанк разместил облигации ОАО “Главная дорога”. URL: <http://asninfo.ru/asn/57/35978>.

<sup>35</sup> Подробнее о документах эмиссии см. сайт ОАО “Главная дорога”. URL: <http://www.m-road.ru/emission/emission.html>.

<sup>36</sup> Сообщение с сайта УК “Лидер”. URL: <http://www.leader-invest.ru/companynews/news/6503>.

<sup>37</sup> См.: Заключение Экспертного совета по законодательству о ГЧП Комитета по экономической политике и предпринимательству ГД ФС РФ на проект федерального закона “Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций”. URL: <http://www.ppp-lawrussia.ru/anal/zkl.htm>.

<sup>38</sup> См., например: Выпуск инфраструктурных облигаций позволяет объединить потребность в инвестиционных ресурсах: интервью с зам. руководителя ФСФР А. Синенко // РБК daily. 2008. 26 нояб.

*Поступила с редакцию 06.01.2011 г.*