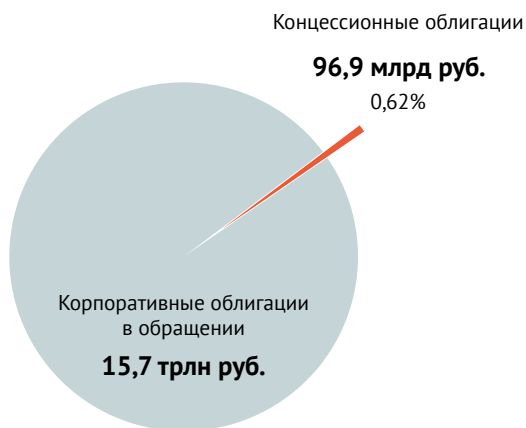


## Бонды для инфраструктуры

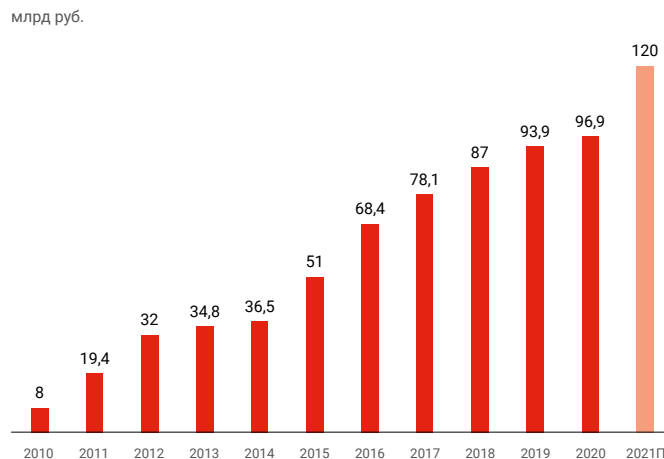
Каким был 2020 год для рынка концессионных бондов? Что ждет его в 2021-м? Потенциал каких облигационных инструментов может быть раскрыт в ближайшие годы?

- На 23 декабря 2020 года в обращении находилось 34 выпуска концессионных облигаций суммарно почти на 97 млрд руб. За год рынок таких бондов вырос в денежном выражении на 3,3%, или на 3 млрд руб.
- Объем выпусков в обращении за последние пять лет почти удвоился, а за десятилетие существования инструмента увеличился в 12 раз. Это очень консервативный рост, особенно если сравнивать с темпами роста отечественного концессионного рынка (в три и почти в 15 раз соответственно). Доля концессионных облигаций в обращении среди бондов корпоративного сектора по-прежнему остается незначительной и составляет лишь 0,62%. Год назад она была выше и составляла 0,71%.

**Рисунок 1.** Доля концессионных облигаций в общем объеме корпоративных бумаг на декабрь 2020 года



**Рисунок 2.** Динамика объема концессионных облигаций в обращении на конец года



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraOne Research

- Разброс ставок по купонам концессионных облигаций сохранился в прежнем диапазоне: от 4% до 12% по текущему купону. Реальная доходность инвестора все так же находится на уровне 2–4% годовых почти во всех выпусках (за исключением двух-трех).
- Средняя ставка купона по концессионным облигациям в 2020 году снизилась до 7,14% (на 1,32 п. п.), а средневзвешенная — до 6,91% (на 1,13 п. п.). Это было обусловлено снижением ключевой ставки ЦБ, а также отсутствием в 2020 году большого количества новых эмиссий, при которых ставки первых купонов могут быть выше и не привязываться к рыночным значениям.

Как выглядел рынок концессионных бондов незадолго до пандемии и кризиса, читайте в аналитическом обзоре «Бонды для инфраструктуры 2019».

- На отечественном рынке расширяется линейка зеленых облигаций. Среди концессионных бондов, соответствующих международным стандартам в этой сфере, – выпуск «РСБ ХМАО», а также пять выпусков Транспортной концессионной компании. В ближайшие три-пять лет, по нашей оценке, количество концессионных инициатив с использованием зеленых инструментов вырастет.
- Кризис затронул концессионные эмиссии. В 2020 году у компаний-эмитентов коммунального сектора не оказалось достаточно денежных средств для погашения очередного купонного обязательства и выплаты части номинала. Это привело к четырем дефолтам на рынке. Их число могло бы быть больше, но несколько эмитентов подготовились заранее: еще весной-летом 2020-го они перенесли выплаты ближайших купонов на несколько лет вперед и сократили их количество (такие изменения были согласованы с представителем владельцев бумаг).
- В 2021 году по-прежнему возможен заметный рост рынка концессионных бондов за счет эмиссий по проектам, запланированным несколько лет назад. На наш взгляд, 2021 год станет «проверкой» на устойчивость, во-первых, для эмитентов, а во-вторых, для концедентов, предоставляющих гарантии по проектам с использованием концессионных облигаций. Необходимость адаптации к кризису и последствиям пандемии может несколько сдержать развитие рынка, но к концу 2021 года мы не исключаем постепенный рост активности на нем – в том числе в таких инструментах, как зеленые бонды или СОПФ-облигации.

## Как рос объем рынка

На 23 декабря 2020 года на отечественном рынке концессионных облигаций в обращении находилось 34 выпуска суммарным объемом 96,9 млрд руб. За год появился лишь один новый эмитент, выпустивший один транш бондов, а общий объем рынка увеличился всего на 3,3%, или на 3 млрд руб. Это стало наиболее низким приростом за последние пять лет.

На рынке концессионных бондов теперь 13 компаний-эмитентов, финансирующих 17 проектов. Новым игроком летом 2020 года стала Новая концессионная компания, разместившая выпуск объемом 3 млрд руб. для финансирования строительства Северного дублера Кутузовского проспекта в Москве.

Кроме того, к размещению готовятся еще 11 выпусков этого эмитента на 49,8 млрд руб., которые уже зарегистрировал Банк России (см. таблицу 1). Также возможна еще одна эмиссия «Концессий водоснабжения» (БО-01 на 2 млрд руб.). Но в 2020 году этот концессионер столкнулся с трудностями при получении полного объема платежей за свои услуги от населения и допустил технические дефолты по выплате купонов. Так что, возможно, планы предстоящих эмиссий могут пересмотреть (подробнее о новых событиях на рынке в 2020 году в разделе «Первые «ласточки» коронакризиса»).

В 2020 году так и не состоялись выпуски бондов Башкирской концессионной компании, занимающейся строительством Восточного выезда из Уфы, хотя они были зарегистрированы в апреле 2019 года Банком России.

За оставшуюся до конца 2020 года неделю рынок концессионных облигаций, судя по всему, не сможет преодолеть рубеж в 100 млрд руб. На динамику его развития сильно повлиял экономический кризис, связанный с последствиями пандемии COVID-2019.

Концессионные облигации – особый класс инфраструктурных бумаг. От остальных корпоративных облигаций они отличаются тем, что их концессионная сущность обязательно оговаривается в проспекте эмиссии. Облигации с четкими признаками концессионных можно включать в котировальные списки первого и второго уровней Московской биржи. Последнее позволяет инвестировать в такие бумаги НПФам и страховым компаниям. Инструмент применяется на рынке уже десять лет.

**Таблица 1. Концессионные облигации, еще не размещенные на бирже**

Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата регистрации ЦБ	Срок обращения, лет
«Концессии водоснабжения»	БО-01	Реконструкция системы холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	2	21.11.2019	12
Башкирская концессионная компания	A1	Строительство Восточного выезда из Уфы	5	15.04.2019	15
	A2		3		
	A3		2		
Новая концессионная компания	A1	Строительство Северного дублера Кутузовского проспекта	5	28.10.2019	29
	A2		3		
	A3		3		
	A4		3,8		
	A5		5		
	A6		5		
	A7		5		
	A8		5		
	A9		5		
	A10		5		
	Б2		5		

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, Cbonds, FinamBonds

**Таблица 2. Какие облигации могут выйти на рынок в 2021–2022 годах**

Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Срок обращения, лет
Северо-Западная концессионная компания	01	Строительство участка трассы М-11 «Москва – Санкт-Петербург», 15–58 км	5	20
	02		5	
ТЭПК «Кызыл-Курагино»	-	Строительство железнодорожной линии Кызыл – Курагино к угольному месторождению Элегест	134,6	15

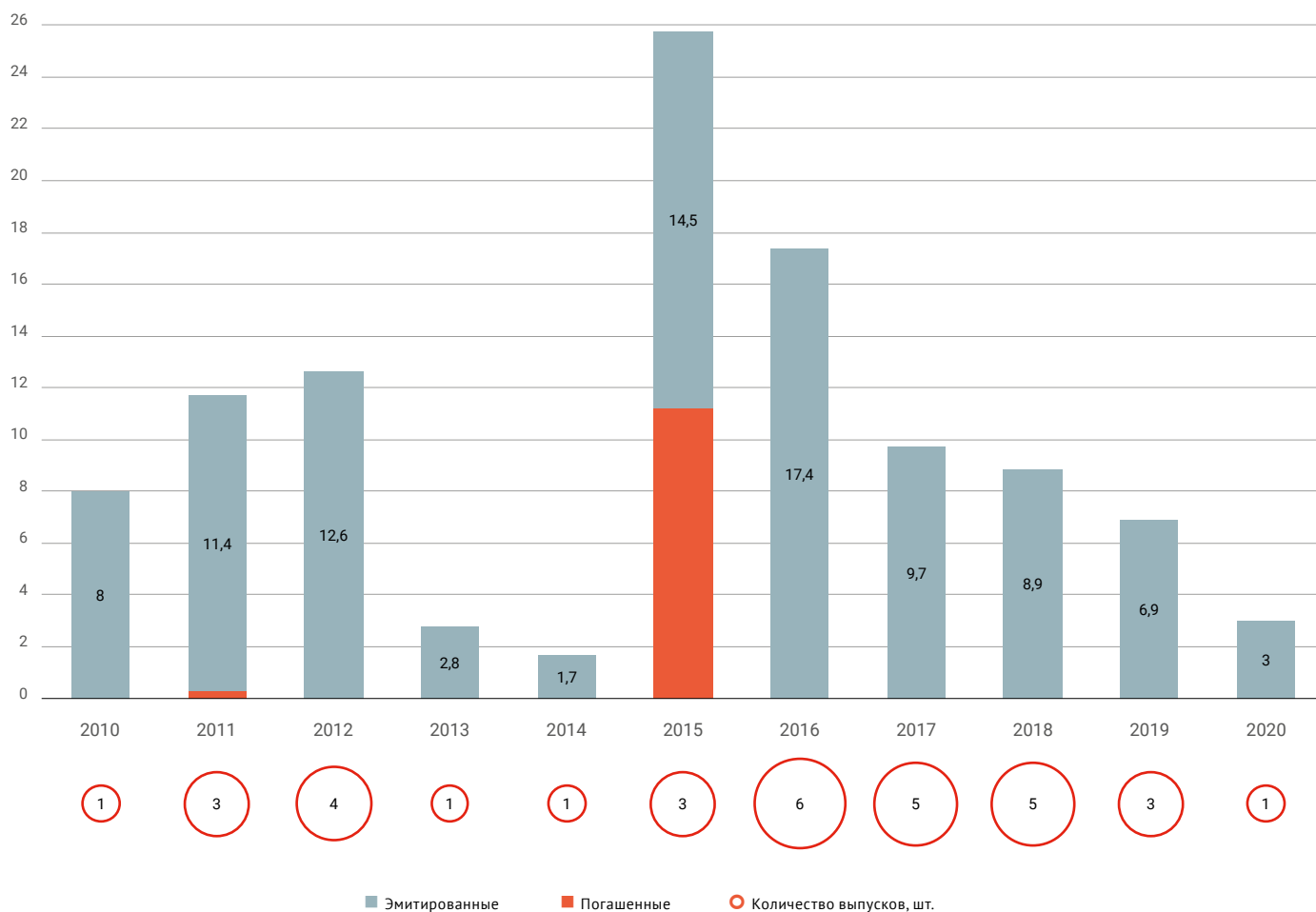
Источник: данные Cbonds, FinamBonds, сообщения СМИ

На наш взгляд, в 2021–2022 годах возможен рост объема концессионных бондов в обращении до 120 млрд руб. Как и год назад, в основном это зависит от размещения облигаций для финансирования трех транспортных проектов: строительства Северного дублера Кутузовского проспекта в Москве, Восточного выезда из Уфы и создания железной дороги Кызыл – Курагино. Проектная компания по строительству последней планировала привлечь через облигационные займы почти 135 млрд руб., но проект пока еще не дошел до стадии финансового закрытия, а потому эмиссия в ближайшие месяцы остается под вопросом.

Рынок корпоративных бумаг в обращении (15,7 трлн руб.) растет заметно быстрее, чем рынок концессионных бондов: за нынешний год приблизительно на 22%. Поэтому доля последних в общем объеме корпоративных облигаций снижается: к концу 2020 года она составила 0,62%, что на 0,09 п. п. меньше, чем год назад (см. рисунок 1). Даже если объем рынка концессионных бондов в обращении вырастет до прогнозируемых нами значений (свыше 120 млрд руб.), его доля на рынке корпоративных бумаг только приблизится к 1%.

**Рисунок 3. Динамика эмиссий концессионных облигаций**

млрд руб.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты и прогноз InfraOne Research

### «Околоконцессионное» заимствование

В конце декабря 2020 года планируется дебютное размещение выпуска облигаций дорожно-строительной корпорации «Асфальтобетонный завод № 1» (АБЗ-1). Эта компания является акционером «БалтНедвижСервиса», концессионера в проекте создания и эксплуатации трамвайной сети по маршруту станция метро «Купчино» – пос. Шушары – Славянка в Санкт-Петербурге стоимостью 25 млрд руб.

Привлеченные средства компания планирует направить на частичное погашение кредитного портфеля группы, а также на пополнение оборотных средств для развития деятельности по генеральному подряду и проектам государственно-частного партнерства.

АБЗ-1 занимается комплексным управлением концессионным проектом, выполняет функции генерального подрядчика по контракту с концессионером и предоставляет акционерное финансирование в виде займов.

Подобная эмиссия проводится акционером СПК не напрямую под концессионное соглашение, но подразумевает, что часть средств пойдет на финансирование проекта. Такие бумаги нельзя считать концессионными бондами.

Схожие корпоративные заимствования под концессионные проекты проводит дочерняя структура «ВИС». Облигации компании «ВИС Финанс», размещенные 20 октября 2020 года, имеют срок погашения семь лет и ставку купона 9% на ближайшие три года, который будет выплачиваться ежеквартально. Облигации размещены в рамках программы с максимальным объемом 30 млрд руб., зарегистрированной в сентябре 2020 года Московской биржей. Сообщается, что возможны размещения бумаг с дополнительной идентификацией как «зеленые», «социальные» и «инфраструктурные облигации». Полученные средства, по заявлениям компании, будут направлены на финансирование основной деятельности эмитента, в том числе его концессионных проектов.

**Таблица 3. Основные условия выпусков концессионных облигаций в обращении**

В таблице представлены все обращающиеся на бирже выпуски по состоянию на 23 декабря 2020 года, соответствующие определению «концессионные облигации» по трем основным признакам: 1. Эмитент – SPV. 2. SPV является держателем концессионного соглашения. 3. В проспекте ценных бумаг содержится оговорка о концессионной сущности выпуска.

■ – «Зеленый» выпуск, который соответствует стандартам ICMA и получил заключение внешнего аудитора.

■ – Существенное нарушение условий исполнения эмитентом обязательств по выплате очередного процентного (купонного) дохода по облигациям и части номинала в текущем периоде на срок более 10 рабочих дней (дефолт).

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд. руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Купонный период	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Порядковый номер текущего купона	Госгарантия
1	«Главная дорога»	03	Строительство и эксплуатация участка трассы М-1 (обхода Одинцова) в Московской области	8	22.11.2010	18	5%	ИПЦ + 0,5 темпов роста ВВП; минимально 4%	В 11-18-м купонах: 12,5%	1 год	5,48%	4%	11	Нет
		06		8,17	12.12.2012	16	9,8%		В 9-16-м купонах: 12,5%		5,48%	4%	9	Да*
		07		1,4	20.11.2012	17	10%		В 10-17-м купонах: 12,5%		5,48%	4%	9	Нет
2	«Управление отходами-НН»	01	Строительство и эксплуатация мусоросортировочного комплекса с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	27.06.2012	10	11%	ИПЦ + 3%	В конце периода	0,5 года Изменения от 10 июня 2020 года: количество купонных периодов – 14, длительность 14-го купонного периода – 910 дней.	8,2%	6,8%	14	Нет
3	«Управление отходами»	01	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской области	2,8	07.11.2013	10,5	11%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 1%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 546 день размещения) Изменения от 16 апреля 2020 года: количество купонных периодов – 7, длительность 6-го купонного периода – 1461 день, 7-го – 366 дней.	8,25%	8,75%	6	Нет
		02	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Чувашии	1,7	02.12.2014		11%		В 4 и 6-7-й купон: 14,3%; в 5-й купон: 57,2%	Изменения от 27 августа 2020 года: количество купонных периодов – 7.	8,25%	8,30%	5	Нет
		Б0-01**	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Мурманской области	1,85	01.06.2016	10 лет и 10 месяцев	4%	Фиксированная ставка – 4%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 699 день размещения) Изменения от 23 апреля 2020 года: количество купонных периодов – 7, длительность 3-го купонного периода – 1460 дней, остальных – 365 дней.	4%	4%	3	Нет
		Б0-02	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	23.04.2018	12 лет и 5 месяцев	10,5%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%.	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 548 день размещения) Изменения от 5 июня 2020 года: количество купонных периодов – 9, длительность 2-го купонного периода – 1460 дней, остальных – 365 дней.	10,5%	9%	2	Нет

\* По номиналу и % в случае расторжения.

\*\* Бонды с индексируемым номиналом. Номинал индексируется на ИПЦ с трехмесячным лагом (так же, как у ОФЗ-ИН и аналогичных бондов «Почты России»).

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Купонный период	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Порядковый номер текущего купона	Госгарантия		
4	«Ресурсосбережение ХМАО»	01	Строительство и эксплуатация мусорного полигона в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа	1,1	19.12.2018	12 лет и 5 месяцев	10%	Большее из двух: ИПЦ+ 4,5%; ключевая ставка ЦБ + 1,5%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 548 день размещения) <i>Изменения от 10 июня 2020 года: количество купонных периодов – 9, длительность 1-го купонного периода – 1643 дня, 2-9-го – 365 дней.</i>	-/-	10%	1	Нет		
5	«Концессии водоснабжения»	01	Модернизация и эксплуатация системы холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	04.12.2015	15	14%	Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ключевая ставка ЦБ + 3%	В 3-14-м купонах: 7,692%; в 15-м купоне: 7,696%	1 год	9,5%	7,25%	6	Нет		
		02		1,9	19.05.2016	14 лет и 10 месяцев	12,5%				10,75%	8,5%	5	Нет		
		03		1,9	06.10.2016	14,5	12%				10,0%	7,25%	5	Нет		
		04		1,1	24.04.2017	14 лет и 1,5 месяца	12,5%				10,75%	9%	4	Нет		
		05		1,1	04.12.2017	13 лет и 8 месяцев	11%				В 3-13-м купонах: 8,333%; в 14-м купоне: 8,337%	1 год (14-й купон выплачивается на 264-й день размещения)	9,5%	7,25%	4	Нет
6	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Модернизация и эксплуатация централизованной системы водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	06.12.2018	15	11%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	В 3-14-м купонах: 7,692%; в 15-м купоне: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378-й день размещения)	8,50%	7%	3	Нет		
		Б0-01		2	25.12.2019	14	9%	Ключевая ставка ЦБ + 3,5%	1 год	-/-	9,10%	1	Нет			
7	«Концессии теплоснабжения»	01	Модернизация и эксплуатация системы теплоснабжения в Волгограде	2	10.04.2017	15	12,5%	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	В 3-14-м купонах: 7,692%; в 15-м купоне: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378-й день)	9,75%	8%	4	Нет		
		02		2	29.11.2017	15	11%				1 год	8,5%	7%	4	Нет	
		03		1,1	30.10.2018	14 лет и 3 месяца	10,50%				1 год (15-й купон выплачивается на 110-й день)	8,5%	7%	3	Нет	
		04		1,5	06.06.2019	13 лет и 10 месяцев	11,5%				В 3-13-м купонах: 8,333%; в 14-м купоне: 8,337%	1 год (1-й купон выплачивается на 365-й день размещения, 14-й купон выплачивается на 345-й день)	11,5%	7,5%	2	Нет
		Б0-01		2	10.12.2019	12 лет и 11 месяцев	9,30%				Ключевая ставка ЦБ + 3,5%	В конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 365-й день размещения, 2-13-й купон выплачивается на 364-й день, 14-й купон - 345-й день)	9,30%	7,75%	2
8	Транспортная концессионная компания	A1	Строительство и эксплуатация трамвайных сетей в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	27.09.2016	17	12,5%	2-5-й купоны – ИПЦ + 3%, далее ставку определяет эмитент	В конце периода	1 год	7,662%	6,212%	5	Нет		
		A2		3,533	09.11.2017	16 лет и 2 месяца	12,5%	В конце периода	1 год	8,162%	6,712%	4	Нет			
		A3		1,374	27.09.2019	14 лет и 3 месяца	12%	2-5-й купоны – ИПЦ + 3,5%, далее ставку определяет эмитент	В конце периода	1 год (15-й купон выплачивается на 99-й день)	12%	6,712%	2	Нет		
		A4		3,752	12.12.2018	15	9,70%	В конце периода	1 год	7,494%	7,167%	3	Нет			
		Б		2	27.09.2016	30	13,5%	В конце периода	1 год	8,162%	6,712%	5	Нет			

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона	Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Купонный период	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Порядковый номер текущего купона	Госгарантия
9	«Волга-Спорт»	01	Строительство и эксплуатация физкультурно-оздоровительных комплексов в Нижегородской области	1,4	04.04.2011	11	9,75%	ИПЦ + 2,75%	В конце периода	1 год	7,88%	5,77%	9	Нет
		02	Строительство и эксплуатация ледового дворца в Ульяновске	1,9	30.10.2012	11 лет и 4 месяца	11%	ИПЦ или 5% годовых (большее из двух) + 4%	В конце периода (эмитент может погасить не менее чем 10% от номинальной стоимости в дату окончания 2-10-го купонов)		9,13%	9,0%	8	Нет
10	Тверская концессионная компания*	01	Строительство дворца водных видов спорта и аквапарк в Саратове	8,5	23.08.2016	49	11,5%	1-7-й купоны – 11,5%, 8-14-й купоны – 12%, 15-21-й купоны – 13%, 22-28-й купоны – 14%, 29-35-й купоны – 15%, 36-42-й купоны – 16%, 43-49-й купоны – 17%	В конце периода	1 год	11,5%	11,5%	5	Нет
11	Северо-Западная концессионная компания	03	Строительство и эксплуатация участка трассы М-11 (15-58 км) в Московской области	5	21.10.2011	20	11,15%	ИПЦ + 3%  (диапазон ставки купона на 2-6-й купонные периоды: 6% – 11,5%, на 7-14-й купонные периоды: 5% – 12,5%, на 15-20-й купонные периоды: 5% – 15%)	В 14-40-м купонах: с постепенным нарастанием от 1,8% до 6,5%	0,5 года	5,31%	6,58%	19	Да**
		04		5	21.10.2011		11,15%				5,31%	6,58%	19	Да**
12	«Магистраль двух столиц»	A1	Строительство и эксплуатация участков трассы М-11 (543-646 км и 646-684 км) в Ленинградской области	7,5	29.05.2015	15	13,45%	1-11-е купоны – 13,45%, 12-59-е купоны – ИПЦ+3% (но не менее 1%)	В конце периода	0,25 года	6,1%	6,4%	21	Нет
		A2		5,5	08.07.2015		13,25%		1-11-е купоны – 13,25%, 12-59-е купоны – ИПЦ + 2,5%		В конце периода	5,6%	5,9%	21
13	Новая концессионная компания	B1	Строительство и эксплуатация Северного дублера Кутузовского проспекта в Москве	3	18.08.2020	28 лет и 9 месяцев	6,2%	1-2-е купоны – 6,2%, 3-58-е купоны – (9,3% – накопленный ИПЦ)	В 19-58-м купонах: 2,5%	0,5 года	/-/	6,20%	1	Нет

\* 23 августа 2017, 2018, 2019 годов и 22 августа 2020 года произошел дефолт по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской Бирже с 8 ноября 2018 года.

\*\* По номиналу.

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, FinamBonds, АКРА и «Эксперт РА», анализ InfraOne Research

## Отрасли и уровни проектов

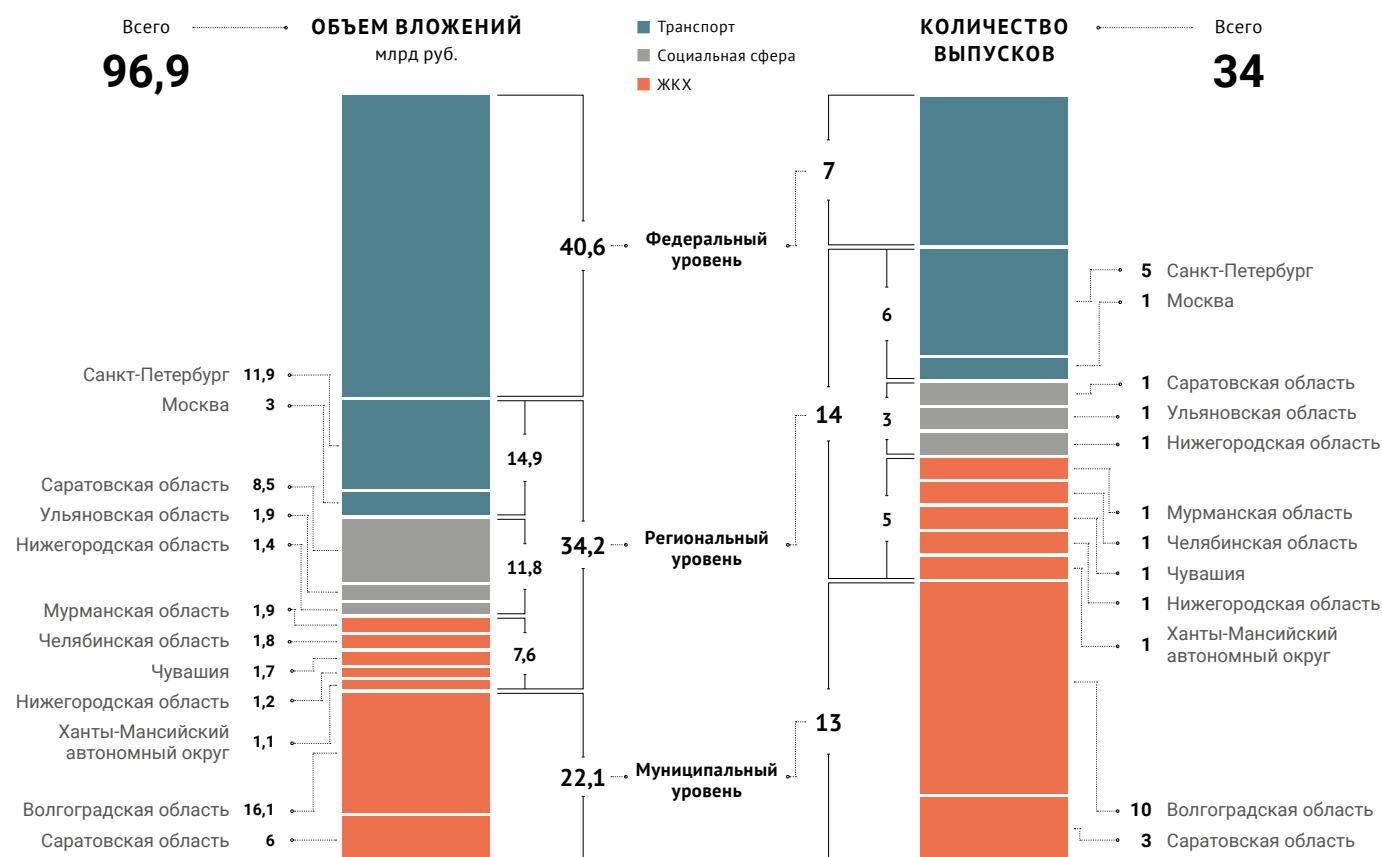
Отраслевой состав проектов, финансируемых за счет концессионных бондов, за год существенно не изменился. Доля облигаций под транспортные проекты (автодороги и городской рельсовый транспорт) в общем объеме концессионных бондов осталась почти той же - 57%, хотя преобладающая роль этой отрасли несколько снижается: два года назад она составляла 59,5%.

В обращении также находятся концессионные облигации, выпущенные под создание спортивных сооружений и коммунальных объектов в водоснабжении и переработке мусора (см. рисунок 4).

Здесь и далее в рисунках учитываются выпуски концессионных бондов, находящиеся в дефолте.

**Рисунок 4. Распределение выпусков концессионных облигаций по концедентам, отраслям и регионам**

Данные на 23 декабря 2020 года.



Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, FinamBonds

Доля объема концессионных бондов, выпущенных для создания социальной инфраструктуры, осталась на прежнем уровне – 12%. Не изменилась и доля бумаг под проекты в сфере ЖКХ и переработки мусора – 30% от общего объема обращающихся бондов. По количеству выпусков (18 шт.) сфера ЖКХ и переработки мусора остается абсолютным лидером.

На концессии федерального уровня приходится чуть более 20,6% от общего количества выпусков, но по объему – 42%, или 40,6 млрд руб. За последний год доля выпусков под проекты федерального уровня по объему уменьшилась относительно регионального и муниципального уровней: еще год назад она составляла 44%. Чаще облигации используются для финансирования региональных и муниципальных концессий: 14 и 13 эмиссий соответственно. На них приходилось 35% (34,2 млрд руб.) и 23% (22,1 млрд руб.) объема рынка концессионных бондов.



**Рисунок 5. Как устроен рынок  
концессионных облигаций?**

Данные на 23 декабря 2020 года.

Объем облигаций  
в обращении **97** млрд руб.

Эмитентов **13**      Проектов **17**      Выпусков **34**



■ Объем облигаций в обращении, млрд руб.  
■ Количество проектов, шт.  
■ Количество выпусков, шт.

\* Дефолт по выпуску 02 и выпуску 05-01.

\*\* 23 августа 2017, 2018, 2019 годов и 22 августа 2020 года произошел дефолт по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской Бирже с 8 ноября 2018 года.

\*\*\* Дефолт по выпуску 01 и выпуску 05.

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraOne Research

Все концессии федерального уровня, где применялось облигационное финансирование, были запущены в 2009–2014 годах, то есть основные размещения по ним уже состоялись. При этом на уровне регионов и муниципалитетов рынок постоянно пополняется новыми игроками: проекты такого уровня запускались и в 2017–2018 годах, а выпуски облигаций по ним проходили в 2018–2019 годах.

В 2020 году прошло первое размещение по транспортному проекту строительства Северного дублера Кутузовского проекта в Москве. Концессионное соглашение по нему подписали еще в 2014 году, но структурирование и разработка финансовой схемы проекта заняли несколько лет.

Год назад мы ожидали, что количество выпусков облигаций под нетранспортные проекты будет расти. Но события 2020 года – пандемия и экономический кризис – могут привести к тому, что интерес инвесторов к покупке бумаг под модернизацию и строительство объектов коммунальной и социальной инфраструктуры окажется пониженным.

Окончательно это будет зависеть от того, как в дальнейшем станет развиваться ситуация с проектами в области теплоснабжения и водоотведения. Реализующие их компании столкнулись со снижением объемов платежей от пользователей за услуги, а к концу года произошли технические дефолты и дефолты по выплате обязательств облигационерам.

Поэтому мы полагаем, что в течение ближайшего года лидерство «транспортных» концессионных облигаций сохранится и даже усилится, поскольку к числу наиболее крупных готовящихся эмиссий относятся выпуски Башкирской концессионной компании, Новой концессионной компании (Северный дублер Кутузовского проекта) и ТЭПК «Кызыл-Курагино».

**Условия и ставки выпусков**

Объемы выпусков концессионных облигаций в обращении остаются в границах от 1,1 млрд руб. до 8,5 млрд руб. Средний срок обращения таких бумаг составляет 16–17 лет, а диапазон находится в пределах от 10 до 49 лет.

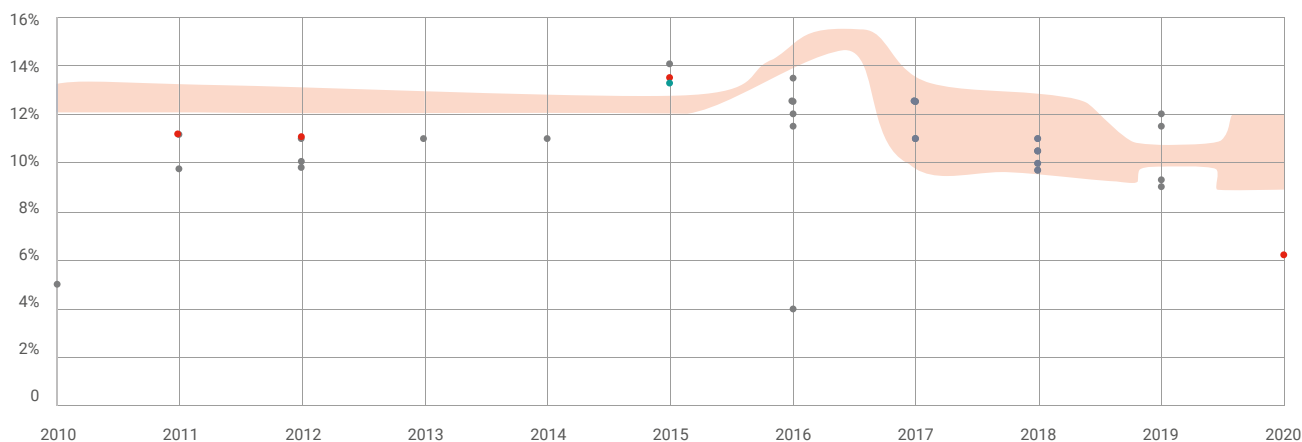
Средняя ставка концессионных облигаций по текущему купону за год упала на 1,32 п. п. – до 7,14%. Значительно снизилась и средневзвешенная ставка (учитывает объем эмиссии) – 6,91%, она упала на 1,13 п. п. Это отражает динамику снижения ключевой ставки Центральным банком на протяжении 2019–2020 годов. В начале 2019-го она составляла 7,75%, а в декабре 2020 года находилась на уровне 4,25%. На снижении средних значений ставок текущих купонов также сказалось отсутствие большого потока новых эмиссий, где традиционно ставки первых купонов завышаются без привязки к рыночным значениям.

Ставки предыдущих выплаченных купонов в 2019 году находились в диапазоне от 4% до 11,5%, по текущему купону диапазон составлял 4–12%. На конец декабря 2020-го ставки по предыдущему купону колеблются в промежутке от 4% до 12% годовых. По текущим купонам диапазон немного сузился: до 4–11,5%. Причем верхняя граница в 11,5% соответствует купону облигаций Тверской концессионной компании, выплаты по которому в очередной раз не производились (компания должна была построить дворец водных видов спорта и аквапарк в Саратове). Дефолт по выплате купонного дохода для этой бумаги произошел уже в четвертый раз, торги данного выпуска на бирже приостановили еще в конце 2018 года.

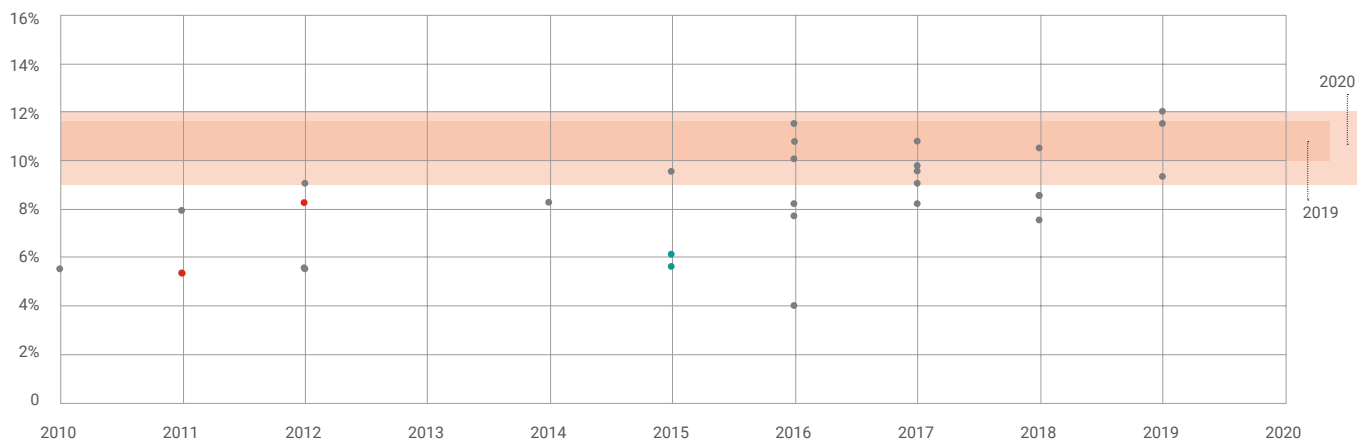
**Рисунок 6. Динамика ставок первого, предыдущего и текущего купонов концессионных облигаций в обращении в зависимости от даты размещения**

Данные на 23 декабря 2020 года.

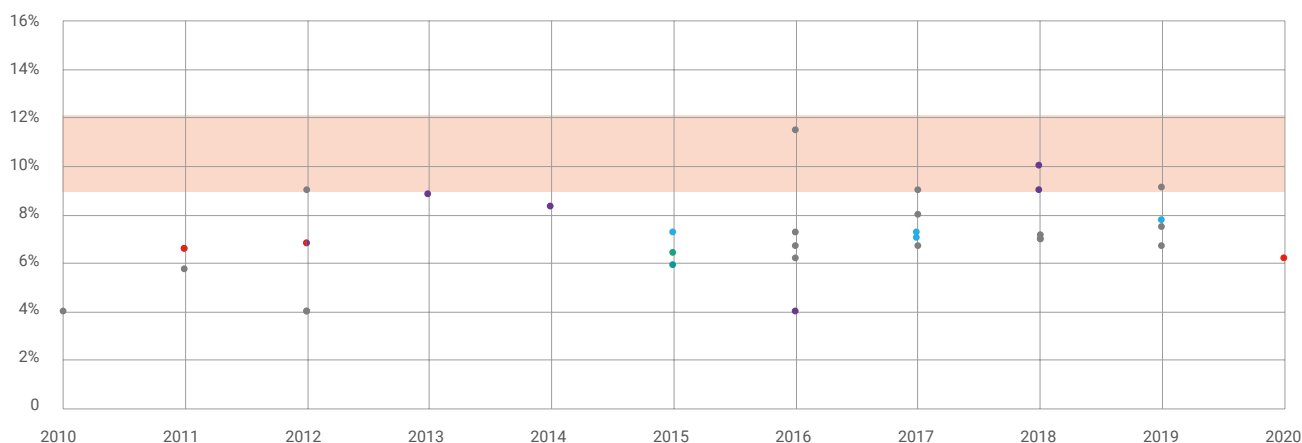
**Ставки первых купонов (выплата происходила в год размещения или в последующий)**



**Ставки предыдущих купонов (выплаты купонов происходили в 2019 году)**



**Ставки текущих купонов (выплаты купонов происходят в 2020 году либо перенесены на более поздний срок)**



- Дата выплаты купона перенесена на более поздний период
- По выпуску в текущем периоде допущен дефолт
- Выплата купона осуществляется ежегодно
- Выплата купона осуществляется ежеквартально
- Выплата купона осуществляется раз в полугодие
- Подписные условия финансирования в среднем по рынку на момент выплаты купона

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraOne Research

Обычно верхнюю границу ставки купона в каждом периоде определяет первый купон нового размещенного выпуска. Для привлечения инвесторов он назначается выше обычной рыночной доходности и включает премию покупателям, пока проект находится на инвестиционной стадии. У эмиссий конца 2018-го и 2019 годов первая ставка купона составила: 9,3%, 9,7%, 10%, 11,5% и 12% (см. таблицу 3). Впоследствии ставка становится более сбалансированной.

После назначения первой ставки купона с премией инвестору уровень выплаты чаще всего назначается по формуле «инфляция +» или «ключевая ставка Центрального банка +», потому движение ставок, как правило, следует за этими показателями.

Какой была динамика ставок по займам для инфраструктурных проектов в 2020 году, читайте в аналитическом обзоре [InfraOne Research Quarterly 2020 #3](#)

Без него верхняя граница ставки по текущему купону составила бы 10%. А за предыдущий период увеличение верхней границы диапазона было бы вызвано «маркетинговой» ставкой для выпусков, вышедших на рынок во второй половине 2019 года: «Концессий теплоснабжения» серии 04 и Транспортной концессионной компании серии А3 (11,5% и 12% соответственно). Последняя СПК реализует трамвайную концессию в Красногвардейском районе Санкт-Петербурге.

Поскольку лишь 18% от общего числа выпусков выплачивают купон чаще одного раза в год, изменение в течение года по рынку теперь происходит достаточно плавно, а разброс ставок сокращается (см. рисунок 6).

Резко выбивается из общего тренда фиксированный купон (4%) выпуска БО-01 «Управления отходами», привязка к инфляции там заложена в цене самой бумаги (это так называемые облигации с индексированным номиналом).

По всем концессионным бумагам в обращении выплачивается купонный доход: чаще всего, один раз в год. Лишь три выпуска имеют выплаты раз в полугодие, а также еще два выпуска – ежеквартально. Ставка по купонам в большинстве случаев фиксированно-плавающая и привязана к инфляции, темпу роста ВВП, ключевой ставке ЦБ либо другим макроэкономическим показателям.

У «Управления отходами – НН», «Управления отходами» (по выпускам 01, БО-01, БО-02), «Концессий теплоснабжения» (БО-01), Транспортной концессионной компании и Тверской концессионной компании, а также «Магистралей двух столиц» и «Волги-Спорт» номинал облигаций гасится в конце срока обращения. По остальным погашение происходит частями в даты соответствующих купонных выплат (подробнее в таблице 3). Соотношение выпусков концессионных облигаций с погашаемым в течение некоторого срока номиналом к выпускам с номиналом, который выплачивают в последний период, – почти 1:1. Объем облигаций, которые гасят в конце срока, составлял 45,5 млрд руб. (47% от объема концессионных бондов в обращении).

В краткосрочной перспективе ключевая ставка, скорее всего, будет оставаться на том же уровне. Это поможет рынку адаптироваться к новым условиям. В феврале 2021 года будет ясно, намерен ли регулятор «развернуть» движение ключевой ставки в другую сторону.

Ставки купонов по концессионным облигациям в большинстве своем плавающие, поэтому они будут и дальше следовать за ключевой ставкой и их значения, вероятнее всего, стабилизируются.

## Сколько уже заработали облигационеры

По купонам концессионных облигаций (на общую сумму 97 млрд руб.) выплачено 41,7 млрд руб. За 2020 год эмитенты выплатили держателям бумаг 3,3 млрд руб., еще на 4 млрд руб. провели выплаты по погашению части номинальной стоимости бумаг.

Первые выпуски концессионных бондов обращаются 10 лет, а самый ранний срок погашения по двум выпускам произойдет уже через полтора года: в 2022 году на сумму 2,55 млрд руб. В среднем до погашения концессионных бумаг остается 11 и более лет. Меньше чем через 11 лет, но больше чем через три года, произойдет погашение по 20 выпускам на 63 млрд руб., то есть по 65% текущего объема выпусков в обращении.

**Рисунок 7. Распределение концессионных облигаций по объему выплаченных купонов**

Данные на 23 декабря 2020 года.

Эмитент	Серия/ Класс	Количество лет прошло	Количество лет осталось	Не выплачено в связи с дефолтом, млрд руб.	Сколько выплатили по купонам, млрд руб.	Сколько выплатили номинала, млрд руб.	Объем выпуска, млрд руб.
«Главная дорога»	03	10	7		6,01	1	8
	06	8	7		5,53		8,2
	07	8	8		0,88		1,4
«Управление отходами-НН»	01	8	1		0,88		1,15
«Управление отходами»	01	7	3		1,88		2,8
	02	6	4		0,93	0,2431	1,7
	Б0-01	4	6		0,23		1,85
	Б0-02	2	9		0,28		1,75
«Ресурсосбережение ХМАО»	01	1	10				1,1
«Концессии водоснабжения»	01	5	9	0,24	0,72	0,2	1,5
	02	4	10		0,85	0,3	1,9
	03	4	10		0,82	0,3	1,9
	04	3	10		0,37	0,08	1,1
	05	3	10	0,2	0,24		1,1
«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	2	12		0,22		1,15
	Б0-01	0	12				2
«Концессии теплоснабжения»	01	3	11		0,63	0,2	2
	02	3	11	0,3	0,41		2
	03	2	12		0,21		1,1
	04	1	12		0,17		1,5
	Б0-01	1	12	0,19			2
Транспортная концессионная компания	А1	4	12		0,41		1,2
	А2	3	13		0,93		3,5
	А3	1	13		0,16		1,4
	А4	2	13		0,65		3,8
	Б	4	25		0,72		2
«Волга-Спорт»	01	9	1		0,94		1,4
	02	8	3		1,64	0,6	1,9
Тверская концессионная компания	01	4	44		Дефолт		8,5
Северо-Западная концессионная компания	03	9	10		3,91	0,505	5
	04	9	10		3,91	0,505	5
«Магистраль двух столиц»	А1	5	9		4,24		7,5
	А2	5	9		2,93		5,5
Новая концессионная компания	Б1	0	28		0		3

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, расчеты InfraOne Research

Больше всего купонных выплат за время существования инструмента произошло по выпускам, относящимся к транспортной отрасли: 30,3 млрд руб (+ 2,4 млрд руб.), или 73% от всех выплаченных купонов по концессионным бондам. В проектах коммунальной сферы они составили 8,84 млрд руб. (+1,14 млрд руб.), или 21%, а в социальной – 2,6 млрд руб.

Большая часть ставок купонов концессионных облигаций имеет привязку к инфляции (см. «Условия и ставки»), а реальный доход инвестора по итогу выходит на уровень 2–4% годовых, исключая первые ставки купонов, размещенные с премией. Этот коридор на протяжении последних двух лет не меняется.

В третьем квартале 2020-го из-за нехватки денежных средств на счетах эмитентов произошло несколько технических дефолтов по выплате купонного дохода в выпусках «Концессий водоснабжения» и «Концессий теплоснабжения». Общий объем невыплат составил 0,93 млрд руб. Эмитенту обычно дается 10 дней, в течение которых еще возможно провести погашение обязательств. Но у «Концессий теплоснабжения» (выпуск облигаций серии 02) не оказалось необходимой суммы (0,3 млрд руб.). Дефолт также наступил и по выплатам бондов «Концессий водоснабжения» серии 01 и 05 на сумму 0,24 млрд руб. и 0,196 млрд руб. соответственно (подробнее см. «Первые «ласточки» коронакризиса»). Еще один выпуск «Концессий теплоснабжения» (серии БО-01) признан дефолтным 23 декабря, ожидаемая к погашению сумма обязательств эмитента составляет 0,19 млрд руб.

### **Удалось ли финансированию перестать быть «связанным»?**

За год на рынок вышел новый эмитент (Новая концессионная компания), по факту являющийся дочерней компанией одного из первых эмитентов концессионных облигаций – «Главной дороги». Всего среди 13 компаний, чьи выпуски находятся в обращении, как минимум, 10 представляют одну группу инвесторов, связанную с ИК «Лидер».

Пока на российском рынке держателями эмитированных бумаг, как правило, выступают пенсионные фонды, аффилированные с группами, являющимися бенефициарами концессионеров-эмитентов. Основным следствием такой «связанности» финансирования для сегмента концессионных бондов становится его «нерыночность».

В отчетах эмитентов и других открытых источниках по итогам эмиссии в подавляющем большинстве не раскрывается информация о покупателях бумаг. Соотношение открытой и закрытой информации о покупателях и данные о них представлены в таблице 4.

Мы ждем, что постепенно в ближайшие два-три года начнут появляться и более «рыночные» выпуски концессионных бондов (см. таблицы 1 и 2). Инструментом интересуются многие финансовые инвесторы, так что потенциал для конкуренции за эти бумаги есть. Но их появление будет сильно зависеть от того, насколько быстро инфраструктурный рынок «отойдет» от «заморозки» проектов, связанной с пандемией и экономическим кризисом. Кроме того, по-прежнему немаловажный фактор – позиция ЦБ РФ. Именно она может сделать бумаги доступнее для НПФов и других инвесторов с аппетитом к «длинным» вложениям.

Таблица 4. Кто выкупил концессионные облигации

■ – «Зеленый» выпуск, который соответствует стандартам ICMA и получил заключение внешнего аудитора.

■ – Существенное нарушение условий исполнения эмитентом обязательств по выплате очередного процентного (купонного) дохода по облигациям и части номинала в текущем периоде на срок более 10 рабочих дней (дефолт).

№	Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Держатели бумаг (объем облигаций, млрд руб.)
1	«Главная дорога»	03	Строительство и эксплуатация участка трассы М-1 (обхода Одинцова) в Московской области	8	5,85 – не раскрывается*, 2,15 – ЗАО «Лидер»
		06		8,17	5,85 – не раскрывается, 2,32 – ЗАО «Лидер»
		07		1,4	0,75 – не раскрывается, 0,65 – ЗАО «Лидер»
2	«Управление отходами-НН»	01	Строительство и эксплуатация мусоросортировочного комплекса с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	В отчете об итогах выпуска нет данных
3	«Управление отходами»	01	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской области	2,8	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Администратор Фондов»
		02	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Чувашии	1,7	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Администратор Фондов»
		50-01	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Мурманской области	1,85	В отчете об итогах выпуска нет данных
		50-02	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	Не раскрывается
4	«Ресурсосбережение ХМАО»	01	Строительство и эксплуатация мусорного полигона в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа	1,1	В отчете об итогах выпуска нет данных
5	«Концессии водоснабжения»	01	Модернизация и эксплуатация системы холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	Не раскрывается
		02		1,9	Не раскрывается
		03		1,9	В отчете об итогах выпуска нет данных
		04		1,1	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
		05		1,1	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
6	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Модернизация и эксплуатация централизованной системы водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
		50-01		2	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
7	«Концессии теплоснабжения»	01	Модернизация и эксплуатация системы теплоснабжения в Волгограде	2	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
		02		2	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
		03		1,1	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
		04		1,5	Не раскрывается; представитель владельцев облигаций – «Алор+»
		50-01		2	Не раскрывается; представители владельцев облигаций – «Администратор Фондов» и «Алор+»
8	Транспортная концессионная компания	A1	Строительство и эксплуатация трамвайных сетей в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		A2		3,533	1,4 – «Алор+» по поручению и за счет клиента, 2,133 – не раскрывается
		A3		1,374	н/д
		A4		3,752	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		Б		2	«Алор+» по поручению и за счет клиента
9	«Волга-Спорт»	01	Строительство и эксплуатация физкультурно-оздоровительных комплексов в Нижегородской области	1,4	«Алор+» по поручению и за счет клиента
		02	Строительство и эксплуатация ледового дворца в Ульяновске	1,9	«Алор+» по поручению и за счет клиента
10	Тверская концессионная компания**	01	Строительство дворца водных видов спорта и аквапарка в Саратове	8,5	0,0011 – Банк «Зенит», 0,0005 – «Открытие брокер», 6,48 – «Рост банк», 0,02 – «Смарт Секьюритиз», 2 – Татфондбанк
11	Северо-Западная концессионная компания	03	Строительство и эксплуатация участка трассы М-11 (15–58 км) в Московской области	5	В отчете об итогах выпуска нет данных
		04		5	В отчете об итогах выпуска нет данных
12	«Магистраль двух столиц»	A1	Строительство и эксплуатация участков трассы М-11 (543–646 км и 646–684 км) в Ленинградской области	7,5	НПФ «ВТБ Пенсионный фонд»
		A2		5,5	Группа НПФов: 01 Group (НПФ «Стальфонд» и НПФ «Будущее») и ФК «Открытие» (НПФ «Лукойл-Гарант»)
13	Новая концессионная компания	Б1	Строительство и эксплуатация Северного дублера Кутузовского проспекта в Москве	3	«Алор+» по поручению и за счет клиента

\* В проспектах эмиссии говорится, что «указать первого владельца ценных бумаг, размещенных по сделке, не представляется возможным» (здесь и далее в таблице).

\*\* 23 августа 2017, 2018, 2019 годов и 22 августа 2020 года произошел дефолт по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской бирже с 8 ноября 2018 года.

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, анализ InfraOne Research

## Первые «ласточки» коронакризиса?

До ноября – декабря 2020 года дефолты по концессионным бондам были скорее редкостью: из 34 выпусков они коснулись лишь одного – облигаций Тверской концессионной компании. Но из-за кризиса число таких выпусков выросло.

«Концессии теплоснабжения» 26 ноября 2020 года не смогли погасить перед держателями облигаций серии 02 годовой купон (159 млн руб.) и часть номинала (154 млн руб.). По правилам Московской биржи, в течение 10 рабочих дней подобная невыплата признается техническим дефолтом. На сайте самого эмитента появилось пояснение, что у него нет необходимого объема денежных средств на погашение из-за пандемии и нерегулярности платежей потребителей за услуги теплоснабжения. По заявлению компании, возникший кассовый разрыв планируется закрыть за счет переноса выплат с 2020-го на 2021 год.

Облигации «Концессий водоснабжения» серии 01 получили 30 ноября статус технического дефолта по выплате купона (120,24 млн руб.) и погашению части номинала (115,38 млн руб.). Причины невозможности погасить обязательства были такими же, как и у «Концессий теплоснабжения» (подробнее о том, в какие даты Московская биржа признавала случившееся дефолтом, см. таблицу 5).

В эмиссионных документах (программе облигаций, проспекте ценных бумаг и решении о выпуске) обычно указывается, что в случае дефолта или технического дефолта у владельцев облигаций возникает право требовать досрочного погашения находящихся в их владении бумаг, но они могут и не делать этого. Если держатели решаются на досрочное погашение, то эмитент в течение семи дней с даты получения такого требования должен досрочно погасить ценные бумаги.

Выпуски бумаг «Концессий водоснабжения» и «Концессий теплоснабжения», ставшие «дефолтными», по данным эмиссионных документов, не имеют обеспечения. То есть погасить обязательства перед облигационерами компаниям может быть нечем. Для выхода из такой ситуации частная и публичная стороны могут договориться об изменении условий эмиссионной документации и концессионного соглашения. Если договориться не удастся, последнее даже могут расторгнуть по взаимной договоренности или в судебном порядке. В самом худшем случае, когда все возможности уже исчерпаны, случившийся дефолт может привести к банкротству эмитента.

С другой стороны, произошедший дефолт мог быть вызван временным изменением законодательства. Так, в начале апреля правительство приняло постановление, согласно которому взыскание штрафов или пени за неуплату жилищно-коммунальных услуг приостанавливалось с 6 апреля 2020 до 1 января 2021 года. Если потребители прекращали платить или платили лишь частично по своим счетам, то у отраслевых компаний сферы образовывался и увеличивался кассовый разрыв. Но подобная ситуация попадает под гарантию прав концессионера по неизменности нормативно-правовой среды. В этом случае концедент должен принять меры (в том числе и прямые финансовые), за счет которых у эмитента появится возможность погасить свои обязательства по облигациям.

Поэтому несмотря на произошедшие дефолты, говорить о том, что ситуация на рынке – критическая, пока рано.

*Предстоящий 2021 год может принести трудности не только для частной стороны: в Свердловской области на обеспечение обязательств концедента по концессионным проектам не хватает 600 млн руб. Прекращение выплат со стороны государства в проектах ЖКХ может привести к снижению темпов строительства или модернизации объектов либо полностью остановить работу. Несмотря на то что концессионных проектов с выпуском облигаций в этом регионе нет, мы не исключаем, что подобные ситуации могут возникнуть и в других регионах, что способно привести к пересмотру условий концессионных соглашений и выпущенных облигаций.*

**Таблица 5. Хронология дефолтов по выплате обязательств облигационерам в 2020 году**

■ – дата невыплаты купона, ■ – период технического дефолта, ■ – дата дефолта.

	Ноябрь					Декабрь																						
	26	27	28	29	30	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
«Концессии водоснабжения» 01					■	■	■	■	■			■	■	■	■	■			■									
«Концессии водоснабжения» 05					■	■	■	■				■	■	■	■	■			■	■								
«Концессии теплоснабжения» 02	■	■			■	■	■	■				■	■	■	■	■												
«Концессии теплоснабжения» БО-01														■	■				■	■	■	■				■	■	■

Источник: данные Московской биржи, анализ InfraOne Research

В 2020 году экономическое положение многих компаний и отраслей (не только относящихся к концессиям) было непросто. Как только ситуация с потоком входящих платежей от пользователей стабилизируется, компании, скорее всего, смогут погасить обязательства перед держателями бондов. Тем более что концедент также будет заинтересован в быстром решении этого вопроса.

Шанс договориться о реструктуризации займа и отсрочке платежей у ключевых игроков рынка остается высоким. Поскольку пока рынок концессионных бондов является «клубным», а владельцами облигаций зачастую выступают аффилированные с бенефициаром проекта структуры, они, вероятно, смогут договориться о переносе выплат на год. Бенефициаром обеих компаний из коммунальной сферы является ИК «Лидер», которая контролирует значимую часть рынка концессионных бондов.

В целом, если удастся избежать худшего сценария с банкротством, такие события для пропустивших выплату эмитентов могут иметь репутационные последствия и дальнейшие заимствования способны оказаться для них чуть дороже. Впрочем, в условиях кризиса «провал» в сфере ЖКХ в некоторых регионах был вполне ожидаем.

### Подготовиться заранее

Некоторые компании решили перенести выплаты купонов «превентивно» — еще до даты их очередного погашения. Мы связываем такие решения с ухудшением экономической ситуации из-за введенного режима ограничений, который частично не снят до сих пор.

Во втором и третьем кварталах 2020 года стало известно о сокращении количества купонных периодов и изменении их длительности по выпускам концессионных бондов «Управления отходами — НН», «Управления отходами» и «РСБ ХМАО» (см. таблицу 6). Выплаты, которые должны были состояться в 2020 году, перенесли на 2022-й и в последних двух случаях на 2023 год соответственно.

Причины переноса в скорректированных эмиссионных документах не указывались, но подобные изменения были согласованы с представителями владельцев облигаций и держателями последних. Мы связываем такое решение компаний-эмитентов с возможным изменением в экономике проектов, а также вероятным снижением денежных потоков для выплаты купонов.



**Таблица 6. Концессионные выпуски, по которым в 2020 году пересмотрели даты выплат и количество купонных периодов**

Эмитент	Серия/ Класс	Объем выпуска, млрд руб.	Количество купонных выплат		Дата выплаты купона		Концессионный проект
			Изначальное	Пересмотренное	Изначальная	Пересмотренная с другими изменениями	
«Управление отходами-НН»	01	1,15	18	14	17.06.2020	15.06.2022 Изменения от 10 июня 2020 года: количество купонных периодов сократили до 14-ти, длительность 14-го купонного периода – 910 дней (вместо 183-х).	Строительство и эксплуатация мусоросортировочного комплекса с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области
«Ресурсосбережение ХМАО»	01	1,1	12	9	19.06.2020	19.06.2023 Изменения от 10 июня 2020 года: количество купонных периодов до девяти, длительность 1-го купонного периода – 1643 дня, со 2 по 9-й – 365 дней	Строительство и эксплуатация мусорного полигона в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа
«Управление отходами»	01	2,8	10	7	07.05.2020	07.05.2023 Изменения от 16 апреля 2020 года: количество купонных периодов сократили до семи, длительность 6-го купонного периода – 1461 день, 7-го – 366 дней.	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской области
	02	1,7	10	7	01.09.2020	02.09.2023 Изменения от 27 августа 2020 года: количество купонных периодов сокращено до 7.	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Чувашии
	Б0-01	1,85	10	7	30.04.2020	30.04.2023 Изменения от 23 апреля 2020 года: количество купонных периодов – 7, длительность 3-го купонного периода – 1460 дней, остальных – 365 дней.	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Мурманской области
	Б0-02	1,75	12	9	11.10.2020	11.10.2023 Изменения от 5 июня 2020 года: количество купонных периодов – 9, длительность 2-го купонного периода – 1460 дней, остальных – 365 дней.	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)

Источник: данные компаний, портала Интерфакс – Центра раскрытия корпоративной информации («Интерфакс-ЦРКИ»), Cbonds, FinamBonds, СМИ, анализ InfraOne Research

### Сложности мусорных проектов

Представленные в таблице 6 проекты (и соответствующие облигационные заимствования) с момента своего запуска сталкивались с экономическими или судебными сложностями.

Так, например, по проекту создания системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской области с 2019 года идет судебное разбирательство: Минприроды региона считает, что «Управление отходами» завысило стоимость создания объекта. Власти области утверждают, что приняли комплекс за 713,5 млн руб., а концессионер, по данным проверки 2018 года, затратил на него только 357,8 млн руб. В августе 2020 года назначена экспертиза, о результатах которой публично не сообщали.

В другом случае «Управление отходами» наоборот, вероятно, понесло убытки. По данным компании, с октября 2019 года по февраль 2020 года региональный оператор в Чувашии «МВК «Экоцентр» не вносил плату за пользование новочебоксарским полигоном бытовых отходов, являющимся объектом концессии, и оказался должен «Управлению отходами» 122 млн руб. В итоге подан иск в суд, чтобы взыскать эти долги с регионального оператора.

В случае с полигоном в Челябинской области его загрузке мешает конкурирующий объект. По условиям подписанной в 2015 году концессии министерство экологии области гарантировало фактический уровень ежегодной загрузки мусоросортировочного комплекса не менее 80% от указанного в соглашении объема. В документе также прописывалось, что в течение срока действия соглашения в территориальную схему обращения с отходами не будут включать иные объекты обработки и захоронения отходов. Но эта схема не учитывала мусоросортировочный комплекс, введенный в эксплуатацию в 2012 году компанией «Спецкомплекс». Он подлежал закрытию, как только мощности построенного концессионного объекта введут в эксплуатацию.

Но по решению суда и в рамках требования Челябинского УФАС «Спецкомплекс» будет продолжать работу (в 2018 году мощности созданного «Спецкомплексом» объекта включили в территориальную схему обращения с отходами). Это означает, что некоторые потоки ТКО необходимо направить «Спецкомплексу».

Общая мощность объектов по переработке отходов у «Спецкомплекса» и «Управления отходами» в Магнитогорском кластере превышает оцениваемые объемы собираемого мусора. Это ставит под удар соблюдение финансовых интересов «Управления отходами» в соответствии с концессионным соглашением: компания, вероятно, не сможет обеспечить себя нагрузкой, достаточной для выполнения финансового плана, а компенсировать выпадающие доходы концессионеру будет, скорее всего, региональный бюджет.

Другими событиями, влияющими на деятельность эмитента, могли быть, например, задержка в выдаче разрешений (лицензий) на проведение очередных этапов строительства или модернизации объектов по переработке отходов в связи с ограничениями из-за коронавируса, а также увеличение сроков согласований.

Кроме того, мусорная реформа в стране пока идет с трудностями, а многие региональные операторы испытывают финансовые сложности, еще большие, чем организации коммунальной сферы.

Все это, вероятно, повлияло на выручку и прибыль организаций, из-за чего последние могли пересмотреть возможность выплаты обязательств по облигационным займам. Но подобные решения являются скорее исключениями и могут затронуть не все сферы и проекты.

### **Облигации меняют уровни**

На 23 декабря 2020 года в первый уровень котировального списка Московской биржи входило лишь четыре выпуска концессионных бондов из обращающихся на бирже 33-х: по два от «Волги-спорт» и «Магистрالی двух столиц». В конце 2019 года таких выпусков было 27 из 32-х.

Во втором уровне списка находятся выпуски «Главной дороги» (один из которых также включен в ломбардный список ЦБ — см. таблицу 7), Транспортной концессионной компании (ранее пять ее выпусков находились в первом уровне, но из-за падения среднемесячных объемов сделок в соответствии с правилами листинга Московской биржи были переведены во второй), а также первый и пока единственный выпуск бондов Новой концессионной компании.

Все остальные выпуски (20 штук) теперь находятся в третьем уровне списка. Причем на конец 2019 года в этом уровне списка их было четыре: по два выпуска СЗКК и «Концессий водоснабжения — Саратов».

В конце декабря 2019 года, по заявлениям самих эмитентов, в третий уровень были переведены все выпуски «Управления отходами-НН» (один выпуск), «Управления отходами» (четыре выпуска), «Концессий теплоснабжения» (пять выпусков) и «Концессий водоснабжения» (пять выпусков).

И совсем недавно — 9 декабря 2020 года — по решению Московской биржи пять выпусков «Концессий водоснабжения» и пять выпусков «Концессий теплоснабжения» попали в «Сектор компаний повышенного инвестиционного риска» в третьем уровне списка ценных бумаг, потому что по одному и более выпуску эмитентами был допущен дефолт.

### **В ломбардный список ЦБ новичков не берут**

Перечень концессионных облигационных выпусков, входящих в ломбардный список Центробанка, не менялся на протяжении многих лет. Среди этих эмиссий — выпуск 06 «Главной дороги» и два выпуска СЗКК (03 и 04). Все они относятся к самым ранним выпускам концессионных облигаций и имеют госгарантии.

Ежегодно требования для попадания в ломбардный список повышаются: до конца 2019 года у бумаги должен был быть рейтинг не ниже A(RU) по классификации кредитного рейтингового агентства АКРА и ruA по «Эксперт РА». В начале 2020 года планка была поднята еще на одну ступень и теперь составляет A+(RU) и ruA+ у каждого агентства соответственно.

**Таблица 7. Статус концессионных облигаций**

Данные на 23 декабря 2020 года.

■ – «Зеленый» выпуск, который соответствует стандартам ICMA и получил заключение внешнего аудитора.

■ – Существенное нарушение условий исполнения эмитентом обязательств по выплате очередного процентного (купонного) дохода по облигациям и части номинала в текущем периоде на срок более 10 рабочих дней (дефолт).

№	Эмитент	Серия/Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Уровень котировального списка (динамика за год)	Ломбардный список	Рейтинг выпуска АКРА/«Эксперт РА»
1	«Главная дорога»	03	Строительство и эксплуатация участка трассы М-1 (обхода Одинцова) в Московской области	8	Второй <sup>0</sup>	Нет	Нет/ruA ▲▲
		06		8,17	Второй <sup>0</sup>	Да	Нет/ruAAA
		07		1,4	Второй <sup>0</sup>	Нет	Нет/ruA ▲▲
2	«Управление отходами-НН»	01	Строительство и эксплуатация мусоросортировочного комплекса с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
3	«Управление отходами»	01	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской области	2,8	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		02	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Чувашии	1,7	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		Б0-01	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Мурманской области	1,85	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		Б0-02	Строительство и эксплуатация системы переработки и утилизации ТКО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
4	«Ресурсосбережение ХМАО»	01	Строительство и эксплуатация мусорного полигона в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа	1,1	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
5	«Концессии водоснабжения»	01	Модернизация и эксплуатация системы холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		02		1,9	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		03		1,9	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		04		1,1	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		05		1,1	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
6	«Концессии водоснабжения - Саратов»	01	Модернизация и эксплуатация централизованной системы водоснабжения и водоотведения в Саратове	1,15	Третий <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет
		Б0-01		2	Третий <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет
7	«Концессии теплоснабжения»	01	Модернизация и эксплуатация системы теплоснабжения в Волгограде	2	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		02		2	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		03		1,1	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		04		1,5	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
		Б0-01		2	Третий ▼▼	Нет	Нет/нет
8	Транспортная концессионная компания	А1	Строительство и эксплуатация трамвайных сетей в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	Второй ▼	Нет	Нет/ruAA-
		А2		3,533	Второй ▼	Нет	Нет/ruAA-
		А3		1,374	Второй ▼	Нет	Нет/ruAA-
		А4		3,752	Второй ▼	Нет	Нет/ruAA-
		Б		2	Второй ▼	Нет	Нет/ruA+
9	«Волга-Спорт»	01	Строительство и эксплуатация физкультурно-оздоровительных комплексов в Нижегородской области	1,4	Первый <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет
		02	Строительство и эксплуатация ледового дворца в Ульяновске	1,9	Первый <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет
10	Тверская концессионная компания*	01	Строительство дворца водных видов спорта и аквапарка в Саратове	8,5	Исключен -	Нет	Нет/нет
11	Северо-Западная концессионная компания	03	Строительство и эксплуатация участка трассы М-11 (15–58 км) в Московской области	5	Третий <sup>0</sup>	Да	Нет/нет
		04		5	Третий <sup>0</sup>	Да	Нет/нет
12	«Магистраль двух столиц»	А1	Строительство и эксплуатация участков трассы М-11 (543–646 км и 646–684 км) в Ленинградской области	7,5	Первый <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет
		А2		5,5	Первый <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет
13	Новая концессионная компания	Б1	Строительство и эксплуатация Северного дублера Кутузовского проспекта в Москве	3	Второй <sup>0</sup>	Нет	Нет/нет

\* 23 августа 2017, 2018, 2019 годов и 22 августа 2020 года произошел дефолт по выплате купонного дохода; прекращены торги на Московской Бирже с 8 ноября 2018 года.

Источник: данные Московской биржи, Национального расчетного депозитария, АКРА и «Эксперт РА», анализ InfraOne Research

У восьми выпусков двух эмитентов – все бонды «Главной дороги» и Транспортной концессионной компании – есть рейтинги «Эксперт РА». У всех этих бумаг уровень действующего рейтинга удовлетворяет требованиям для попадания в ломбардный список после пересмотра и повышения рейтинга агентством «Эксперт РА» летом (для «Главной дороги») и зимой (для Транспортной концессионной компании) этого года.

Если практика включения концессионных бондов в первый и второй уровни котировальных списков биржи уже сложилось, то нового попадания концессионных бумаг в ломбардный список, по нашей оценке, ожидать не стоит – регулятор придерживается политики ограничения этого перечня. К тому же среди 12 активных эмитентов концессионных облигаций только два имеют и регулярно получают рейтинги для каждого выпуска. Остальные не спешат их получать, хотя еще несколько проектных компаний имели кредитный рейтинг. Так, например, рейтинг «Магистрالی двух столиц» (ruAA) был продлен летом 2020 года, а рейтинг «Ресурсосбережение ХМАО» (ruA-) был отозван агентством весной 2020-го в связи с отказом компании от его актуализации. У планирующей размещение облигаций ТЭПК «Кызыл-Курагино» рейтинг (ruAA-) отозвали осенью 2020 года в связи с окончанием срока его действия.

### Концессии в зеленых тонах

В российской практике есть два концессионных проекта, выпустивших облигации, признанные за рубежом зелеными. Это проект по строительству мусорного полигона в Нефтеюганском районе Ханты-Мансийского автономного округа, реализуемый концессионером «Ресурсосбережение ХМАО». Он выпустил зеленые бонды в объеме 1,1 млрд руб. на Московской бирже, отвечающие стандартам GBP ICMA (принципам зеленых облигаций Международной ассоциации рынков капитала).

Кроме того, зеленым также признан проект создания и эксплуатации трамвайной сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга, который реализует Транспортная концессионная компания. Сейчас в обращении находятся пять выпусков этого эмитента. Они в середине 2020-го прошли зеленую сертификацию по стандартам GBP ICMA спустя почти четыре года с даты первой эмиссии.

Профиль большинства концессионных и ГЧП-проектов в сферах обращения с ТКО и рельсового общественного транспорта изначально хорошо вписывается в стандарты зеленых проектов мирового уровня. Но на отечественном рынке пока нет сегмента зеленых облигаций как отдельного класса бумаг, имеющих преференции для инвесторов по сравнению с обычными корпоративными бондами: например, возможность субсидирования ставки и другие меры поддержки со стороны государства, а также налоговые льготы, большая ликвидность бумаги и т. п.

Центральный банк весной 2020 года закрепил понятие зеленых облигаций в стандартах эмиссии ценных бумаг, но единая нормативно-правовая среда в России для этого сегмента бондов пока не сформировалась.

Впрочем, на горизонте ближайших трех-пяти лет мы прогнозируем, что этот сегмент станет более открытым, а количество концессионных проектов с использованием зеленых инструментов вырастет.

*О том, как на российском рынке разрабатывается методология зеленого финансирования и какие стандарты уже работают, читайте в аналитическом обзоре «Инвестиции в инфраструктуру. Экология».*

*СОПФ может выпускать облигации, предназначенные для финансирования долгосрочного инвестиционного проекта. Их проектная сущность должна быть отражена в проспекте эмиссии, а обеспечиваются такие бумаги будущими доходами от реализации проекта. В названии эмитента обязательно должны содержаться слова «специализированное общество проектного финансирования». Главное преимущество СОПФ-облигаций перед обычными состоит в том, что в случае дефолта облигационеры имеют больше прав, чем акционеры.*

## Облигации СОПФ вышли на рынок

Внутри класса проектных инфраструктурных облигаций в России имеется инструмент, на который уже несколько лет возлагают большие надежды. Речь идет о бумагах, выпущенных специализированными обществами проектного финансирования (СОПФ). Они, как и концессионные бумаги, отделены от прочих бондов обязательными признаками.

Законодательно облигации СОПФ закрепили в декабре 2013 года, а первый и пока единственный выпуск прошел 25 декабря 2019 года. Эмиссию, обеспеченную государственной гарантией, провела «СОПФ Фабрика проектного финансирования». Объем выпуска составил 10 млрд руб. со сроком обращения семь лет и ставкой купона 6,84%.

Эти средства выдаются в рамках синдицированных кредитов фабрики проектного финансирования, а обеспечением по бумагам выступает пул ее проектов. Институт развития в конце прошлого года заявлял о планах проводить эмиссии облигаций СОПФ регулярно, как минимум раз в год. Но даже по данным на 23 декабря 2020 года, новостей о готовящемся новом размещении очередного транша этих бумаг не было.

Мы полагаем, что потенциал облигаций СОПФ не ограничивается «фабрикой проектного финансирования» ВЭБ.РФ. Инструмент может работать, в первую очередь, не как элемент господдержки, а как способ привлечь частное финансирование. Спрос на облигации СОПФ среди разных групп консервативных инвесторов, на наш взгляд, может быть таким же высоким, как и на концессионные бонды.

*Осенью 2020 года обсуждался проект постановления правительства, по которому СОПФ-облигации может выпустить планируемое к созданию ДОМ.РФ специализированное общество проектного финансирования «Инфраструктурные облигации», которое будет размещать ценные бумаги на фондовом рынке. Ожидается, что полученные средства направят застройщикам в виде инфраструктурных займов на строительство транспортной, инженерной и социальной инфраструктуры внутри создаваемых жилых кварталов. Проект предполагает субсидирование купона по облигациям СОПФ, что позволит предоставлять финансирование по льготным ставкам.*

## ГЛОССАРИЙ

---

<b>GBP ICMA</b>	Принципы зеленых облигаций Международной ассоциации рынков капитала
<b>ИПЦ</b>	Индекс потребительских цен
<b>НПФ</b>	Негосударственный пенсионный фонд
<b>Облигации с индексируемым номиналом</b>	Бонды, в которых индексируется на уровень инфляции тело долга (номинал), а не купон
<b>ОФЗ</b>	Облигации федерального займа
<b>СЗКК</b>	Северо-Западная концессионная компания
<b>СОПФ</b>	Специализированное общество проектного финансирования
<b>СПК/SPV</b>	Специальная проектная компания / Special-Purpose Vehicle
<b>ТКО</b>	Твердые коммунальные отходы

## ОГОВОРКА

Обзор подготовлен InfraOne Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraOne, и публикуется в целях информирования участников рынка и других заинтересованных лиц о наиболее актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций.

Приведенные выводы, экспертные оценки и прогнозы, если не указано иное, отражают позицию аналитиков InfraOne Research, а не профильных подразделений компании, не претендуют на полноту анализа той или иной отрасли, проекта или финансового инструмента и актуальны по состоянию на дату публикации.

Авторы не несут ответственность за точность и актуальность данных, оценок и прогнозов. Обзор не может служить основанием для принятия каких-либо инвестиционных решений, не является рекламой или офертой, а публикуется исключительно в информационных целях.

## ОБ INFRAONE

Инвестиционная компания InfraOne («Первая инфраструктурная компания») специализируется на прямых инвестициях в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraOne представляют инвестиции в проекты, структурированные через ГЧП, концессии, проектное финансирование. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

## ОБ INFRAONE RESEARCH

InfraOne Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraOne. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных отраслях инфраструктуры. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Материалы InfraOne Research распространяются на ключевых деловых форумах страны – Петербургском международном экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Российской неделе ГЧП» и других.

**Подписаться на аналитические отчеты InfraOne Research можно на сайте [infraone.ru](http://infraone.ru)**

**InfraOne**[infraone.ru](http://infraone.ru)

119049, Россия, Москва,  
ул. Коровий Вал, 5, БЦ «Оазис»  
тел.: +7 495 231 32 18  
[research@infraone.ru](mailto:research@infraone.ru)