

Шадиева Тамара Султановна
Магистрант по специальности «Финансы»
Казахстанско-Немецкий Университет (КНУ)
t.shadiyeva@yandex.kz

Инфраструктурные облигации: причины неудачного применения в Казахстане

Статья посвящена выявлению главных причин неудачного опыта финансирования инфраструктурных проектов через инфраструктурные облигации в Казахстане. Рассмотрена законодательная база Республики Казахстан по вопросам инфраструктурных облигаций, изучены случаи применения инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов в Казахстане, выявлены главные причины неудачного опыта финансирования инфраструктурных проектов через инфраструктурные облигации в Казахстане. Результаты, отраженные автором в статье, могут быть использованы регулируемыми органами для устранения недостатков механизма финансирования инфраструктурных проектов через рынок облигаций в Казахстане.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, государственно-частное партнерство, инфраструктурные облигации, субсидиарная ответственность, концессионный проект.

Infrastructure bonds: reasons for unsuccessful practice in Kazakhstan

The article focuses on the main reasons for unsuccessful practice of infrastructure financing through infrastructure bonds in Kazakhstan. The author presents the legal framework of the Republic of Kazakhstan on infrastructure bonds, considers cases of infrastructure financing through bond market in Kazakhstan, reveals the main reasons of unsuccessful practice of infrastructure bonds issue in Kazakhstan. The research results mentioned in the article may be considered by regulating authorities to address the shortcomings of the funding mechanism through infrastructure bonds in Kazakhstan.

Keywords: securities market, public-private partnership, infrastructure bonds, vicarious liability, concession project.

Инфраструктурные облигации представляют собой один из видов ценных бумаг, выпуск которых обусловлен необходимостью финансирования различных проектов в эксплуатационной и строительной сфере. В структуре казахстанского финансового рынка существует такой известный развитым финансовым рынкам инструмент, как инфраструктурные облигации. Однако данный инструмент не нашел широкого применения на отечественном фондовом рынке, и за 25-летний период существования фондового рынка Казахстана данный инструмент фондирования использовался только дважды, и в обоих случаях неудачно.

В чем главные причины негативного опыта использования инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурного проекта в Республике Казахстан?

Правовая основа для реализации инфраструктурного проекта за счет выпуска инфраструктурных облигаций заложена в Законе Республики Казахстан от 7 июля 2006 года № 167-III «О концессиях» [1]. В пункте 1 статьи 14 утверждается, что одним из видов государственной поддержки для концессионеров является поручительство государства по инфраструктурным облигациям в рамках договоров концессии. В пункте 2-1 статьи 14 определено, что «при предоставлении мер государственной поддержки при софинансировании концессионных проектов концессионер обязан выпускать инфраструктурные облигации в объеме не менее двадцати процентов по отношению к стоимости предлагаемого к реализации объекта концессии. Объем выпуска, условия размещения инфраструктурных облигаций определяются соглашением сторон в договоре концессии». В пункте 2 статьи 15 определяется что «обязательным условием предоставления концессионеру поручительства государства является размещение инфраструктурных облигаций на фондовой бирже Республики Казахстан». В пункте 2 статьи 26 среди обязательств концессионера отсутствует какое-либо упоминание об обязательствах перед держателями инфраструктурных облигаций.

В пункте 38, статьи 1 Закона Республики Казахстан от 2 июля 2003 года № 461-II «О рынке ценных бумаг» дано следующее определение понятию «инфраструктурная облигация»: «Инфраструктурная облигация - облигация, по которой исполнение обязательств эмитента обеспечено поручительством государства в рамках концессионного соглашения по реализации инфраструктурного проекта, заключенного между государством и эмитентом, в сумме, соответствующей стоимости передаваемого

государству объекта» [2]. Других упоминаний об инфраструктурных облигациях в Законе не содержится.

В пункте 3 статьи 18-1 Закона Республики Казахстан от 31 октября 2015 года № 380-V «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам государственно-частного партнерства» устанавливается, что «в течение срока обращения инфраструктурных облигаций не допускается изменение условий договора государственно-частного партнерства, в том числе договора концессии, которое может повлечь за собой ущемление прав и интересов держателей облигаций, либо допускается с согласия всех держателей инфраструктурных облигаций или их представителей» [3].

В статье «Два раза в одну реку не войти», опубликованной в 2008 году в журнале «Эксперт», Председатель Правления АО «Досжан темир жолы» (первая компания-концессионер, выпустившая инфраструктурные облигации) Нуржан Маханов сообщил, что в 2005 году, когда его компания запустила проект по строительству 150-километровой железнодорожной линии «Станция Шар – Усть-Каменогорск», никаких жестких законодательных ограничений по концессионным проектам не было [4]. Однако Председатель Правления АО «Досжан темир жолы» отмечает, что проект был запущен, несмотря на отсутствие специального закона о концессиях, а также законодательно зафиксированной схемы финансирования подобного рода соглашений между государством и бизнесом, которые были оформлены позже в 2006 году. Инвестиционный меморандум АО «Досжан темир жолы» также был выпущен только в 2006 году [5]. Он содержит информацию об АО «Досжан темир жолы» и основные параметры выпуска в обращение его облигаций. Касательно событий возможного дефолта в меморандуме указано следующее: «В случае наступления дефолта по облигациям, Эмитентом будут предприняты все

необходимые меры для устранения причин, вызвавших дефолт». Какие меры могут быть приняты далее в тексте меморандума не уточняется.

Суммируя вышесказанное, стоит отметить, что по инфраструктурным облигациям, выпущенным концессионером, законодательно предусматривается субсидиарная ответственность государства посредством поручительства. Право на выпуск инфраструктурных облигаций будет предоставляться юридическим лицам при заключении договора концессии. Однако в законодательной базе РК по вопросам инфраструктурных облигаций отсутствует описание механизма гарантии возврата средств эмитентом и отсутствует описание процедуры осуществления субсидиарной ответственности государства за невыполнение эмитентом обязательств перед держателями инфраструктурных облигаций. Субсидиарная ответственность или право взыскания неполученного долга с другого обязанного лица, прописана в Гражданском кодексе РК касательно других ситуаций, но не затрагивает выпуск инфраструктурных облигаций под проект [6].

Привлечение инвестиций в инфраструктурные проекты Казахстана посредством фондового рынка несет в себе несколько важных преимуществ:

1. Для государства:
 - диверсификация инвестиционной базы, разделения кредитных рисков с другими инвесторами;
 - простота и прозрачность контроля реализации проекта;
 - использование внутренних финансовых резервов страны;
 - применение международного опыта.
2. Для компаний, реализующих инфраструктурные проекты:
 - реализация масштабного инфраструктурного проекта;
 - повышение репутации компании;
 - комфортные условия реализации многоэтапного проекта;
 - возможность привлечения финансовых гарантий государства.

3. Для рынка ценных бумаг:

- повышение капитализации;
- развитие и рост активности;
- привлечение денег иностранных инвесторов;
- повышение общей инвестиционной грамотности и культуры инвестирования.

4. Для инвесторов:

- наличие понятного и надежного финансового инструмента для долгосрочного инвестирования.

Выпуск инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов в Казахстане осуществлялся дважды. Информация о проектах представлена в Таблице 1.

Таблица 1 – Краткая характеристика инфраструктурных облигаций, выпущенных на Казахстанской фондовой Бирже [5, 7].

| Характеристика | Инфраструктурные облигаций АО «Батыс транзит» (BTTRb1) | Инфраструктурные облигации АО «Досжан темир жолы» (DTJLb1) |
|---------------------------------------|--|---|
| Инфраструктурный проект | линия электропередачи «Северный Казахстан – Актюбинская область» | железная дорога «Чарск – Усть-Каменогорск» |
| Валюта выпуска и обслуживания | казахстанский тенге | казахстанский тенге |
| Объем эмиссии в валюте выпуска | 18,8 миллиардов тенге | 30,0 миллиардов тенге |
| Дата начала обращения | 30.03.06 | 02.08.05 |
| Срок обращения | 13 лет | 23 года |

| | | |
|-----------------------------|--|---|
| Дата погашения | 30.03.19 | 02.08.28 |
| Купон | годовой, 8,00% на первый купонный период, далее – плавающий, зависит от уровня инфляции в Казахстане | 8,25% на первый год обращения, далее – плавающая, зависит от уровня инфляции в Казахстане |
| Срок выплаты купонов | в течение 20 календарных дней следующих за датой начала выплаты купонного вознаграждения | в течение 10 календарных дней, следующих за датой последнего дня периода, за который осуществляется выплата |

Первый раз эмитентом инфраструктурных облигаций выступило АО «Досжан темир жолы», которое было создано для реализации проекта по строительству и эксплуатации железной дороги «Станция Шар – Усть-Каменогорск», предусмотренного постановлением Правительства Республики Казахстан от 18 января 2005 года № 21 [5]. АО «Досжан темир жолы» заключило договор концессии по строительству и эксплуатации новой железнодорожной линии «Станция Шар – Усть-Каменогорск» с Министерством транспорта и коммуникаций РК. Стоимость строительства железнодорожной линии была оценена в 29,3 миллиардов тенге. Объем выпуска облигаций составил 30,0 миллиардов тенге. В августе 2005 года компания выпустила облигации со сроком погашения в 2028 году. Инфраструктурные облигации были в основном выкуплены накопительными пенсионными фондами.

В середине августа 2008 года АО «АТФ Банк», выступающее представителем держателей инфраструктурных облигаций АО «Досжан темир жолы», официальным письмом оповестило АО «Казахстанская фондовая биржа» о том, что в период выплаты очередного ежегодного

купона по облигациям ДТЖ этот купон не выплатил, что свидетельствует о дефолте эмитента [8]. АО «Досжан темир жолы» сложившуюся ситуацию объяснило увеличением реальных расходов на строительство железной дороги с 21,0 миллиардов до 28,0 миллиардов тенге, что объяснялось увеличением цен на строительные материалы и оборудование [9]. Затраты объекта к моменту завершения строительства составят, по мнению компании, не менее 35,0 миллиардов тенге, что превышает первоначальную сумму на 5,0 миллиардов тенге.

По состоянию на 31.12.2015 у компании имелась задолженность только по выплате вознаграждения за 11-й купонный период на сумму 410,9 миллионов тенге, дата погашения которого наступит в августе 2016 года. [10]

Второй раз эмитентом инфраструктурных облигаций выступило АО «Батыс Транзит», которое в 2006 году заключило договор концессии по строительству и эксплуатации новой железнодорожной линии «Станция Шар – Усть-Каменогорск» с Министерством финансов Республики Казахстан для строительства межрегиональной линии электропередачи «Северный Казахстан - Актюбинская область» [11]. Данный опыт финансирования инфраструктурного проекта через выпуск облигаций также характеризуется как негативный. Это обусловлено тем фактом, что АО «Батыс транзит» несколько раз испытывал дефиците денег для выплаты купона по инфраструктурным облигациям. Изначально, размер облигационного займа, зафиксированный в проспекте выпуска облигаций, был рассчитан исходя из суммы основного долга в размере 15,7 миллиардов тенге и предполагаемого вознаграждения по облигациям за 2,5 года (плановый период строительства) исходя из ставки 8 % годовых. Однако в ходе реализации концессионного проекта реальная стоимость строительства инфраструктуры увеличилась до 19,9 миллиардов тенге (без учета необходимости выплат купонного

вознаграждения). По состоянию на 20 октября 2008 года фактический объем размещения облигаций по номинальной стоимости составил 17 363,7 миллионов тенге. Фактический объем размещения облигаций превысил сумму поручительства государства на 1,7 миллиардов тенге [12].

Опыт финансирования двух инфраструктурных проектов можно охарактеризовать как негативный за счет дефолтов эмитентов и повышенных рисков инвестирования для инвесторов. В обоих случаях все изменения в стоимости строительства инфраструктуры не должны были бы кардинально менять ситуацию с механизмом инфраструктурных облигаций, так как дефолт и задержка выплат купона по облигациям был предусмотрен как возможная ситуация и риск должен был учитываться.

Одной из основных причин непопулярности инфраструктурных облигаций АО «Досжан темир жолы» и АО «Батыс Транзит» среди инвесторов стала неясная схема ответственности государства по выпущенным ценным бумагам [13]. В обоих случаях финансирования инфраструктурных проектов за счет выпуска облигаций государство отказалось брать на себя ответственность по обязательствам солидарную эмитенту. Ответственность государства была субсидиарная, что подразумевало наступление ответственности государства в случае дефолта эмитента, только если у эмитента отсутствует имущество для покрытия долговых обязательств. Выбор в сторону субсидиарной ответственности был обусловлен политикой государства по недопущению увеличения государственного долга, даже при условии высокой степени важности реализации инфраструктурных проектов для страны. В следствие этого, инвесторы не были уверены в возвратности и доходности инвестируемых средств. Кроме того, негативное влияние на успех реализации инфраструктурных проектов оказало также снижение ликвидности на рынке

ценных бумаг из-за мирового финансового кризиса 2008 года и слабый расчет рисков проекта.

В связи с тем, что первый инфраструктурный проект был реализован за счет пенсионных накоплений граждан, должно было быть обеспечено раскрытие информации о расходовании пенсионных средств и ходе реализации проекта. Отсутствие открытой информации о ходе реализации проекта и инициирование проверки в отношении АО «Досжан темир жолы» со стороны Министерства транспорта и коммуникаций РК заложило основы недоверия инвесторов к инфраструктурным облигациям и стало одной из причин неудачной реализации проекта. Также причиной неудачного опыта реализации двух инфраструктурных проектов через выпуск инфраструктурных облигаций в Казахстане следует считать неясную схему ответственности государства по выпущенным инфраструктурным облигациям. Допущение дефолтов эмитента свидетельствует о малоэффективности института государственного поручительства и неправильной оценки рисков проекта.

Список литературы:

1. Республика Казахстан. Закон от 7 июля 2006 года № 167. О концессиях [Электронный ресурс] // Информационно-правовая система нормативных правовых актов Республики Казахстан. – URL: http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z060000167_ (дата обращения: 10.04.2016)

2. Республика Казахстан. Закон от 2 июля 2003 года № 461-III. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] // Информационно-правовая система нормативных правовых актов Республики Казахстан. – URL: http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z030000461_ (дата обращения: 10.04.2016)

3. Республика Казахстан. Закон от 31 октября 2015 года № 380-V ЗРК. О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам государственно-частного партнерства

Журнал «У». Экономика. Управление. Финансы. 2/2016

[Электронный ресурс] // Информационно-правовая система нормативных правовых актов Республики Казахстан. – URL: <http://adilet.zan.kz/rus/docs/Z1500000380> (дата обращения: 10.04.2016)

4. Ташимов Т. Два раза в одну реку не войти // Эксперт Казахстан. – 2008. – № 8. – С. 21-23.

5. Инвестиционный меморандум АО «Досжан темир жолы» [Электронный ресурс] // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: http://www.kase.kz/files/emitters/DTJL/dtjlf7_2006.pdf (дата обращения: 10.04.2016)

6. Республика Казахстан. Гражданский кодекс (Общая часть), принятый Верховным Советом Республики Казахстан 27 декабря 1994 года (с изменениями и дополнениями по состоянию на 17 июля 2015 года) [Электронный ресурс] // Информационно-правовая система нормативных правовых актов Республики Казахстан. – URL: http://adilet.zan.kz/rus/docs/K940001000_ (дата обращения: 10.04.2016)

7. Инвестиционный меморандум АО «Батыс транзит» [Электронный ресурс] // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: http://www.kase.kz/files/emitters/VTTR/bttrf7b1_2006.pdf (дата обращения: 10.04.2016)

8. АО «АТФБанк» сообщило о дефолте АО «Досжан темир жолы (ДТЖ)» (Казахстан) по облигациям KZ2CKY23B672 (DTJLb1) // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: <http://www.kase.kz/news/show/1054368> (дата обращения: 10.04.2016)

9. АО «Досжан темир жолы (ДТЖ)» (Казахстан) предоставило KASE разъяснения в связи с дефолтом по своим облигациям KZ2CKY23B672 (DTJLb1) // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: <http://www.kase.kz/news/show/1056957> (дата обращения: 10.04.2016)

10. Анализ финансового состояния АО «Досжан темир жолы (ДТЖ)» на 31 декабря 2015 года – АО «АТФБанк» // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: http://www.kase.kz/files/emitters/DTJL/dtjl_akt_300615.pdf (дата обращения: 10.04.2016)

11. Проспект выпуска купонных инфраструктурных облигаций АО «Батыс транзит» // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: http://wwwadm.kase.kz/files/emitters/BTTR/bttrf9b1_2006.pdf (дата обращения: 10.04.2016)

12. Минфин Казахстана считает необходимым запретить АО «Батыс транзит» дальнейший выпуск инфраструктурных облигаций // АО «Казахстанская фондовая биржа»: официальный сайт. – URL: <http://www.kase.kz/news/show/1059720> (дата обращения: 10.04.2016)

13. Батищева Т. Усилия ушли в песок // Эксперт Казахстан. – 2014. – № 2. – С. 12-13.

Выходные данные статьи:

Шадиева Т.С. Инфраструктурные облигации: причины неудачного применения в Казахстане//<http://portal-u.ru>: Журнал "У". Экономика. Управление. Финансы. — 2016. URL: http://portal-u.ru/index.php?option=com_k2&view=item&id=1707:infrastrukturnye-obligatsii&Itemid=1431 (дата обращения).