

3 июня 2021

*В мировой практике  
у регионов  
и муниципалитетов более  
широкий набор  
инструментов  
финансирования  
локальных экологических  
и социальных проектов,  
чем выпуск классических  
субсуверенных облигаций.*

Владимир Горчаков  
Заместитель директора группы  
оценки рисков устойчивого  
развития  
+7 (495) 139-0480, доб. 132  
vladimir.gorchakov@acra-ratings.ru

Альфия Васильева  
Заместитель директора —  
руководитель направления  
проектного финансирования  
+7 (495) 139-0480, доб. 178  
alfia.vasilieva@acra-ratings.ru

Елена Анисимова  
Старший директор — руководитель  
группы региональных рейтингов  
+7 (495) 139-0486  
elena.anisimova@acra-ratings.ru

#### Контакты для СМИ

Алексей Чурилов  
Менеджер по внешним  
коммуникациям  
+7 (495) 139-0480, доб. 169  
media@acra-ratings.ru

## Как «озеленить» регион

Практики финансирования проектов устойчивого развития, применимые для субъектов РФ

**АКРА проанализировало ведущие мировые практики финансирования проектов устойчивого развития** и оценило возможность их применения в российских регионах при реализации инфраструктурных проектов.

**В 2020 году совокупные капитальные расходы субъектов РФ составили не менее 1,8 трлн руб. При этом свыше трети из них — более 600 млрд руб. — носят социальный и экологический характер и могут быть софинансированы через выпуск «зеленых» и социальных облигаций.**

Привлечение внебюджетного финансирования в такие проекты позволит сократить расходы регионов. Кроме того, в будущем ставка купона по таким заимствованиям может субсидироваться.

**Для субъектов, которые хотят профинансировать свои потребности без наращивания долга, оптимальным инструментом являются «зеленые» и социальные облигации проектного финансирования**, в том числе под проекты государственно-частного партнерства (ГЧП). Только по двум крупнейшим российским концессионерам потенциальная потребность в финансировании социальных и экологических проектов в ГЧП составляет около 160 млрд руб.

### Мировая практика

Согласно данным Climate Bonds Initiative, объем мирового рынка долговых инструментов в области устойчивого развития <sup>1</sup> на конец 2020 года составил 1,7 трлн долл. США. Всего за прошлый год было выпущено инструментов на сумму 700 млрд долл. США, что почти вдвое превышает показатель 2019-го. При этом на облигации, эмитентом которых выступал именно местный орган власти, пришлось лишь 6,4% от объема выпусков «зеленых» облигаций, 6% от объема облигаций устойчивого развития и около 1% от объема социальных облигаций. В то же время объем выпусков эмитентов, поддерживаемых правительством («government-backed entity»), в том числе компаний с участием региональных правительств, был значительно выше для «зеленых» и социальных облигаций — до 25 и 47% от объема размещения соответствующего инструмента. Наиболее яркий пример такого эмитента — французская компания Société du Grand Paris, разместившая в 2020 году семь выпусков облигаций общим объемом 11 млрд евро. Поступления от них используются для финансирования строительства новых и расширения действующих линий сети скоростного транспорта региона Иль-де-Франс.

Кроме того, для финансирования инфраструктуры территориальных образований активно используются облигации проектного финансирования. Например, в 2014 году муниципальные предприятия в сфере водоснабжения в регионе Венето (Италия) использовали свои собственные мини-облигации для создания SPV с целью выпуска облигаций объемом 150 млн евро.

<sup>1</sup> Под долговыми инструментами в области устойчивого развития здесь и далее подразумеваются следующие виды облигаций: «зеленые» облигации, социальные облигации и облигации устойчивого развития.

Таким образом, в мировой практике регионы и муниципалитеты располагают более широким набором инструментов финансирования локальных экологических и социальных проектов и не ограничены лишь выпуском классических субсуверенных облигаций. Он включает в себя в том числе облигации региональных агентств развития или облигации, размещаемые SPV.

### Возможности для субъектов РФ

Правительство Москвы ([AAA\(RU\)](#), прогноз «Стабильный») при размещении «зеленых» облигаций, которые также стали первым «зеленым» выпуском для субъектов Российской Федерации, пошло по пути размещения классических субсуверенных облигаций. Данный подход также распространен в мире, даже в тех странах, где, как и в России, действует «принцип единства кассы» (например, в Канаде или ряде стран ЕС). В то же время, учитывая относительно высокую долговую нагрузку почти половины российских регионов (см. табл. 1), только часть из них смогут профинансировать свои социальные или экологические проекты за счет выпуска субфедеральных социальных и «зеленых» облигаций.

**Таблица 1. Долговая нагрузка почти половины субъектов РФ превышала 50% их налоговых и неналоговых доходов (ННД) на 01.01.2021**

|           | Количество субъектов | Суммарные ННД субъектов, млн руб. | Суммарный долг субъектов, млн руб. |
|-----------|----------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| x<50%     | 46                   | 6 922 635                         | 1 031 089                          |
| 50%<x<85% | 30                   | 1 993 029                         | 1 197 530                          |
| x>85%     | 9                    | 233 845                           | 267 427                            |

Источник: Казначейство России, Минфин России, расчеты АКРА

Для субъектов федерации, которые не хотели бы наращивать долговую нагрузку<sup>2</sup>, оптимальным инструментом привлечения финансовых ресурсов в локальные проекты могут стать облигации проектного финансирования. У эмитентов в данном случае появляется возможность поддержки проектов, собственная кредитоспособность которых ниже, чем кредитное качество самого эмитента. Субъекты могут использовать множество различных гарантийных инструментов: как прямых (классические гарантии субъектов РФ), так и условных (например, гарантия минимальной доходности по проекту, плата концедента и т. д., если проект финансируется с использованием инструментов ГЧП или концессий). Последний способ финансирования позволяет субъектам не увеличивать свою долговую нагрузку, но при этом активно развивать инфраструктурные проекты на принципах ГЧП.

Под облигациями проектного финансирования АКРА понимает ценные бумаги, обеспеченные денежным потоком от реализации сделок проектного финансирования, которые должны соответствовать ряду базовых критериев.

<sup>2</sup> На текущий момент, согласно действующему законодательству, субъекты РФ, чей долг превышает 50% ННД, не могут быть отнесены к группе заемщиков с высоким уровнем долговой устойчивости.

Во-первых, сделки проектного финансирования **должны реализовываться на балансе отдельной проектной компании специального назначения (SPV)** с ограниченным риском банкротства и правом осуществлять единственный вид деятельности — реализацию сделок проектного финансирования. Наличие такой компании в структуре проектно-финансовой транзакции <sup>3</sup> (ПФТ) позволяет обособить активы проекта от имущества его бенефициаров, а также минимизировать риск обращения взыскания на активы, принадлежащие SPV, со стороны третьих лиц.

Во-вторых, в сделках проектного финансирования **у кредиторов есть возможность вмешиваться в ход реализации проекта** при существенном ухудшении его показателей, что может смягчить экономические потери в случае дефолта ПФТ. Из этого вытекает одно из фундаментальных различий между ПФТ и эмиссиями корпоративных облигаций — наличие у первых существенных ограничений, накладываемых проектной документацией на деловую и инвестиционную активность в рамках проекта.

В-третьих, **единственным источником погашения долговых обязательств в рамках ПФТ являются денежный поток**, генерируемый в рамках реализуемого проекта, и резервы ликвидности, предусмотренные структурой ПФТ. После завершения строительной стадии и ввода в эксплуатацию проект, как правило, начинает генерировать денежный поток. В отличие от корпоративного финансирования в сделках проектного финансирования источником погашения долговых обязательств перед держателями облигаций являются исключительно доходы от реализации проекта.

В-четвертых, в классическом проектном финансировании все ключевые **риски распределяются между участниками проекта, что позволяет эффективно им управлять**, а кредитное качество, опыт и надежность участников учитываются в рейтинговой модели АКРА. Распределение рисков — базовый принцип проектного финансирования.

**Соблюдение всех четырех принципов делает облигации проектного финансирования практически идеальным инструментом для получения статуса «зеленых» или социальных** благодаря высокой прозрачности и качеству проработки сделок ПФТ. Однако несмотря на то что значительная часть облигаций проектного финансирования имеет большой потенциал, чтобы стать инструментами устойчивого финансирования, для получения этого статуса эмитенту необходимо выполнить ряд требований. Во-первых, он должен определить перечень финансируемых проектов таким образом, чтобы они соответствовали международной или национальной таксономии. Во-вторых, на предэмиссионной стадии подготовить так называемый Framework (публичную политику в сфере «зеленого»/социального финансирования). В-третьих, дополнить Framework необходимыми документами корпоративного управления. И, наконец, пройти верификацию у аккредитованного верификатора «зеленых» или социальных облигаций.

---

<sup>3</sup> Сделка проектного финансирования.

Подробнее см. [совместное исследование АКРА и Национального центра ГЧП](#).

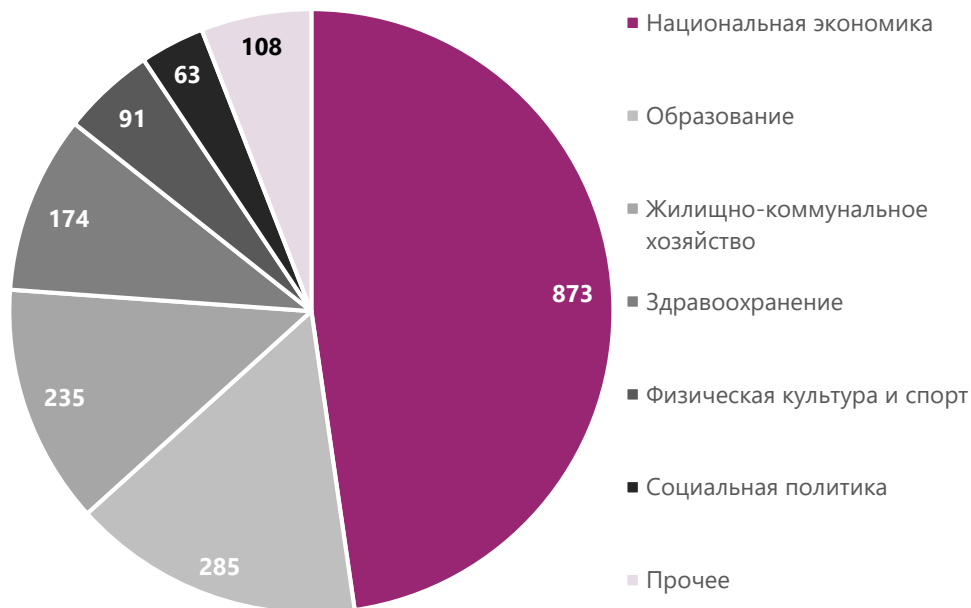
Согласно Положению Банка России от 19.12.2019 № 706-п «О стандартах эмиссии ценных бумаг», вступившему в силу 11.05.2020, отличительными особенностями инфраструктурных облигаций являются следующие:

- финансирование проекта по созданию и/или реконструкции имущества — объекта федеральной концессии;
- условие об использовании всех денежных средств, полученных от размещения облигаций, на цели, связанные с финансированием создания и/или реконструкции имущества;
- наличие механизма контроля за целевым использованием денежных средств;
- условие о праве владельцев облигаций требовать их досрочного погашения;
- обязанность эмитента раскрывать (предоставлять) информацию о целевом использовании денежных средств от размещения.

Для субъектов РФ проекты, реализуемые на принципах ГЧП, являются наиболее перспективным типом базовых активов для финансирования посредством эмиссии облигаций проектного финансирования, которые могут быть верифицированы как «зеленые» или социальные. Потребности регионов в финансировании инфраструктурных проектов существенны: совокупные капитальные расходы субъектов РФ в 2020 году составили не менее 1,8 трлн руб. (см. рис. 1), из которых до трети приходится на Москву. Стоит отметить, что свыше трети этих расходов потенциально может быть отнесено к «зеленым» и социальным проектам.

На текущий момент в России уже есть примеры выпуска облигаций проектного финансирования под реализацию инфраструктурных проектов, в которых публичным партнером выступал регион. В число таких регионов, помимо упомянутой выше Москвы (строительство Северного дублера Кутузовского проспекта), входят Санкт-Петербург ([AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#); строительство Западного скоростного диаметра), Ханты-Мансийский автономный округ — Югра ([AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#); строительство мусорного полигона), Ульяновская и Нижегородская области (строительство физкультурно-оздоровительного комплекса и ледового дворца).

Рисунок 1. Свыше трети капитальных расходов субъектов РФ в 2020 году может быть отнесено к социальным и «зеленым» проектам, млрд руб.



Источник: Казначейство России, Минфин России, расчеты АКРА

В качестве частного случая облигаций проектного финансирования, выпускаемых для реализации проектов ГЧП, могут рассматриваться **инфраструктурные облигации**. Принятые в России требования к определению инфраструктурных облигаций (см. врезку слева) практически полностью совпадают с требованиями для социальных и «зеленых» облигаций в части целевого использования средств на определенные типы проектов, раскрытия информации и возможности досрочного погашения.

Согласно текущему портфелю двух крупнейших концессионеров, реализующих проекты ГЧП в российских регионах, инвестиции в размере свыше 153 млрд руб. направляются на проекты с потенциальным положительным социальным эффектом для регионов присутствия, еще 6,5 млрд руб. — на проекты с потенциальным положительным экологическим эффектом. Данные проекты могут быть профинансированы через выпуск «зеленых» и социальных облигаций, и уже есть такие примеры: так, Группа «ВИС» ([A\(RU\)](#), прогноз «Стабильный») в прошлом году разместила дебютный выпуск социальных облигаций на сумму 5,7 млрд руб. в целях рефинансирования затрат на строительство объектов социальной инфраструктуры. Опыт использования механизма финансирования региональной социальной инфраструктуры через выпуск «окрашенных» облигаций может быть распространен на многие субъекты РФ.

(С) 2021

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.