

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3239,41	↑2,7%	S&P Global Infrastructure	2269,91	↑3,1%	S&P Green Bond Index	150,61	↑3%
MSCI EM	1073,14	↑0,2%	S&P EM Infrastructure	1562,51	↓1%			
MSCI Russia	621,48	↑1,9%	S&P High Income Infrastructure	1105,21	↑2,4%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (27 июля 2020 года). Данные о динамике индекса за период с 13 по 27 июля 2020 года.

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина
yakunina@infraone.ru

Алексей Жундрик
zhundrikov@infraone.ru

Weekly #15 2020

Инвестиции в инфраструктуру: вечные бонды выходят на рынок

Если история бессрочных облигаций в мире насчитывает свыше трех веков, то в России этому инструменту чуть более десяти лет. До 2020 года им пользовался банковский сектор, но состоявшееся в конце июня размещение вечных бондов РЖД открыло дорогу к ним и компаниям реального сектора — промышленным, добывающим и инфраструктурным.

Какие из них в перспективе могут воспользоваться подобным инструментом? В чем его плюсы для эмитента и держателей? И почему первое размещение небанковских вечных облигаций оказалось столь интересным для российского рынка?

- Привлечение средств через вечные облигации поможет РЖД профинансировать реализацию проектов в рамках инвестпрограммы без значительного увеличения долговой нагрузки. По стандартам МСФО, на долге компании в этом случае отображается лишь часть средств (меньшая, чем в случае с обычными бондами).
- Дополнительный интерес инвесторов к первому выпуску бессрочных облигаций обеспечило решение государства гарантировать выплаты купонов инвесторам, если сама компания не сможет это сделать. В результате вечные бонды РЖД почти сравнялись по надежности с ОФЗ, но превзошли последние по доходности. Кроме того, бессрочные облигации удовлетворили интерес НПФов к «удлинению» бумаг в своих портфелях.
- По нашей оценке, в ближайшие три года на рынок могли бы выйти еще два-три крупных эмитента из инфраструктурного сектора, чьи кредитные рейтинги находятся на уровне суверенного. Сами заимствования облегчат привлечение средств без значительного увеличения долга и могут составить порядка 500 млрд руб.

- Вечные облигации могут быть интересны и компаниям промышленного сектора и добычи для привлечения средств на инвестиционные программы и планы. Потенциальный объем размещений таких эмитентов в перспективе двух-трех лет составляет 300–400 млрд руб. Но пока подобные инициативы озвучили единичные игроки.
- В некоторых случаях инструмент может быть интегрирован с эмиссией зеленых облигаций и облигаций социального воздействия, что способно заинтересовать и зарубежных покупателей. Когда инструмент будет уже «обкатан», круг потенциальных эмитентов может вырасти еще в два-три раза. Но на этом этапе может возникнуть превышение предложения над спросом, поэтому в более выгодном положении окажутся те, кто раньше опробовал вечные бонды.
- В целом в мире, по данным Cbonds, обращается свыше 2 тыс. выпусков бессрочных облигаций на \$863 млрд. На долю нефинансового сектора приходится 26% по количеству и 29% по объему обращающихся выпусков. Инфраструктурные компании и компании смежных секторов занимают 17% мирового рынка вечных бондов. По данным Cbonds, в обращении находится 332 таких выпуска на \$141 млрд, размещенных эмитентами из 29 стран. Лидеры сегмента – Франция, Китай, Гонконг, Нидерланды и Германия.
- Облигации являются вечными условно, поскольку компания имеет право погасить номинал через несколько лет (формально дата погашения должна указываться в эмиссионных документах в зависимости от юрисдикции), однако не обязана это делать. За рубежом для инфраструктурных компаний фактический срок досрочного погашения в среднем составлял пять лет, но, например, в транспортной отрасли мог достигать и до 34-х.

Вечные (бессрочные) облигации – долговые ценные бумаги, не имеющие конечной даты возврата основной суммы долга. То есть это платное бессрочное заимствование, не приводящее компанию-эмитента к размытию акционерных долей и не допускающее сторонних лиц к управлению. У эмитента есть право предусмотреть дату выкупа бумаг или сделать это при наступлении определенных условий. Также можно не выплачивать купон, но в некоторых случаях на время приостановки выплат будут начисляться проценты, которые могут быть выплачены держателям позднее.

Вечные бонды для инфраструктуры в России. Первым выпуском российских вечных бондов, относящихся к нефинансовому сектору, стало размещение облигаций РЖД. Компанию подтолкнули к этому решению необходимость в условиях кризиса значительно сократить объем инвестиционной программы и отсутствие дополнительных средств для выполнения большей части намеченных в рамках нее проектов.

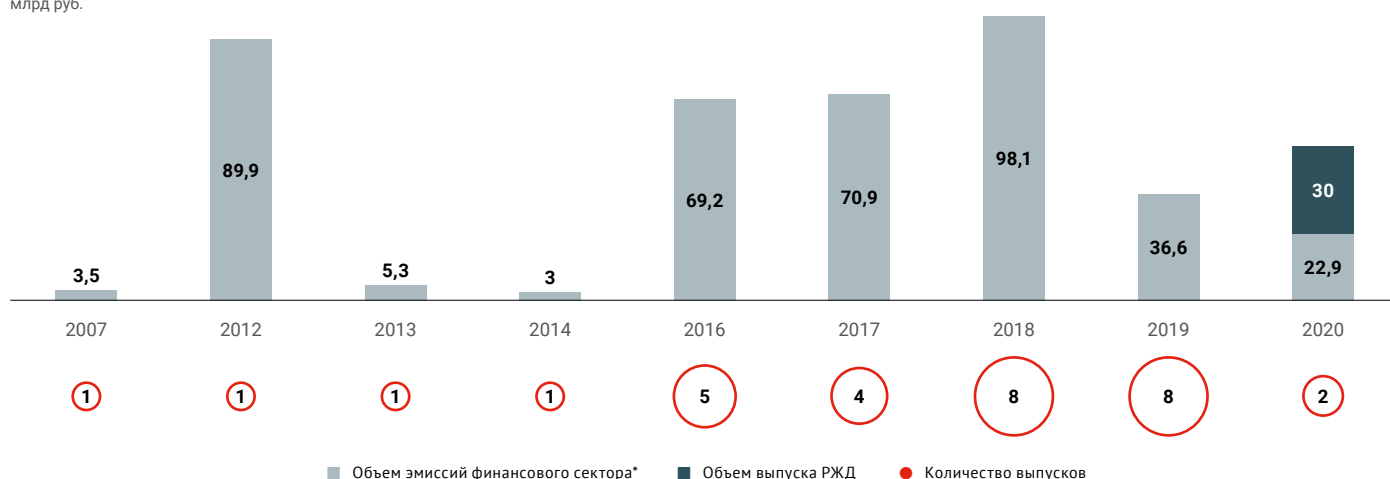
По оценке самой компании, в 2020 году на реализацию инвестпрограммы могло не хватить более 0,5 трлн руб., или около 70% запланированных средств, а за счет использования нового инструмента ее уменьшат лишь на четверть.

В мае 2020 года было объявлено о планах компании выпустить вечные облигации, а уже в июне Банк России зарегистрировал программу бессрочных облигаций РЖД в размере до 370 млрд руб., согласованную с правительством, как акционером компании. Срок программы составляет 100 лет.

Первое размещение вечных облигаций РЖД состоялось 26 июня, а объем привлеченных средств – 30 млрд руб. Изначально планировалось разместить в два раза меньший объем (15 млрд руб.), но за период сбора заявок заинтересованность инвесторов в этом выпуске оказалась высокой. Финальную ставку купона установили на уровне 6,55% годовых. Ставки

Рисунок 1. Динамика рынка вечных бондов в России

млрд руб.



* Эмиссии в обращении, выпущенные не в рублях, переведены по среднегодовому курсу соответствующей валюты в год размещения выпуска.

Источник: данные Cbonds, расчеты InfraOne Research

До РЖД на российском рынке вечные облигации выпускал только банковский сектор. По данным Cbonds, с 2007 года состоялось 29 эмиссий подобных бондов на \$6,5 млрд (или 399,5 млрд руб.). Банки используют этот инструмент, чтобы соблюсти требования «Базеля III» о достаточности капитала, и для них он часто имеет природу конвертируемых бумаг. Причем поначалу в законе о рынке ценных бумаг возможность бессрочных выпусков была лишь для субординированных бумаг кредитных организаций.

В конце 2018 года в нем предусмотрели возможность эмиссии квалифицированным инвестором, то есть и компаниями нефинансового сектора. Такое решение эмитента должны одобрить 95% акционеров, а он сам обладать кредитным рейтингом на уровне странового. Кроме того, требуется не менее пяти лет работы без существенных нарушений по облигационным обязательствам.

ориентира купона для выпуска меньшего объема были на 0,11–0,15 п. п. выше. Итоговое значение ставки по выпуску вечных облигаций было ближе к нижней границе диапазона ставок купонов корпоративных бондов, размещенных в первой половине 2020 года. По «классическим» выпускам РЖД ставки находятся в том же коридоре и выше лишь на 0,75–0,8 п. п.

На конец июля назначено размещение второго выпуска бессрочных облигаций монополии. Предварительный объем размещения – 15 млрд руб., а ориентиром ставки выступает доходность семилетних ОФЗ + не более 2%.

Причины успеха первого выпуска РЖД. Несмотря на то что инструмент для нефинансового сектора пока еще «обкатывается», выгоды от его приобретения в глазах инвесторов перевесили возможные риски бумаги. Доходность облигаций оказалась выше доходности выпусков РЖД с погашением или офертой в 2025 году (когда возможен их выкуп). Эти, а также ряд других причин привели к тому, что объем размещения в два раза превысил планировавшийся объем.

Во-первых, типичный риск таких бессрочных бумаг – право эмитента отказаться от выплаты купона неограниченное количество раз в течение срока обращения. При этом невыплата купонного дохода не влечет за собой возникновение финансовых санкций за неисполнение обязательств (обычно «просроченные» купоны могут быть выплачены позже).

В случае с РЖД подобный отказ, по распоряжению правительства, «подстрахован» Минфином, который должен компенсировать инвесторам недополученные доходы. Механизм выполнения этого решения пока согласовывают, но само распоряжение выпустили еще в середине мая, что обеспечило повышенный интерес со стороны покупателей и обеспечило им дополнительную уверенность.

Во-вторых, данный выпуск не окажет существенного влияния на показатели долговой нагрузки железнодорожной монополии, так как в большей доле будет отнесен на капитал. Рейтинговое агентство АКРА оценивает уровень ликвидности РЖД как сильный, сумма долга к погашению до конца года составляет менее 200 млрд руб., а доступный кредитный объем превышает 850 млрд руб.

В-третьих, кредитный рейтинг РЖД (AAA от АКРА и «Эксперт РА») находится на уровне странового и указывает на системную значимость железнодорожной монополии для российской экономики. Это также повышает интерес инвесторов и прибавляет им уверенности в надежности эмитента. Кредитный рейтинг выпуска вечных бондов от отечественного агентства АКРА на одну ступень ниже странового: AA+. Более 80% спроса при подписке обеспечили госбанки, остальные заявки были от пенсионных фондов и управляющих компаний (точные данные о конечном распределении облигаций неизвестны). Им и другим «пассивным инвесторам» подобный инструмент интересен с точки зрения формирования более «длинных» вложений, надежность которых сравнима с надежностью ОФЗ, но ставка по которым может оказаться выше.

Мы полагаем, что для отечественного инфраструктурного рынка вечные облигации – перспективный инструмент. Выпуск таких бондов может гарантироваться обеспечением со стороны государства, делая их еще надежнее, но несколько снижая доходность бумаги для держателя из-за минимального риска.

«Самостоятельные» выпуски бессрочных облигаций (без обеспечения со стороны государства) также возможны, причем они будут иметь более высокую доходность для инвестора. Такие бумаги могут выпускать не только естественные монополии, квазигосударственные и независимые компании, реализующие проекты в области публичной инфраструктуры, но также и промышленный сектор для финансирования капиталоемких инвестиционных проектов с достаточной составляющей капитального строительства.

Компании, которые претендуют на «вечность». В рамках основных требований законодательства к компании-эмитенту бессрочных бумаг мы провели собственный анализ возможности выпуска вечных облигаций компаниями в инфраструктуре и смежных отраслях, а также в промышленности и сфере добычи.

По нашей оценке, пока в такой круг входит, по меньшей мере, три-пять крупных компаний и холдингов, а объем привлеченных заимствований в ближайшие два-три года может дойти до 800–900 млрд руб. В будущем к ним может присоединиться еще пять-восемь компаний, но конечное количество возможных эмитентов может быть еще шире.

Среди инфраструктурных игроков перспективы выпуска подобных инструментов мы видим у ГК «Автодор», «Почты России», в более долгосрочной перспективе – у ГК «Нацпроектстрой» (государственная компания в сфере инфраструктурного строительства, созданная в конце 2019 года) и ФГУП «Росморпорт» (при условии его акционирования). Участники рынка, за которыми стоит государство, как акционер, будут априори иметь преференции, а также вызывать доверие и интерес со стороны потенциальных держателей.

У ГК «Автодор» для выпуска вечных облигаций пока не хватает одной ступени рейтинга от агентства «Эксперт РА» и двух ступеней по методологии АКРА, так как рейтинг у эмитента вечных бумаг по российскому законодательству не может быть ниже странового.

Из наиболее свежего пояснения рейтингового агентства АКРА следует, что рейтинг ГК «Автодор» несколько ниже суверенного, потому что хотя компания и системно значима, но строительство и эксплуатация платных магистралей не является первостепенной задачей развития транспортной сети в стране, а альтернативой платной магистрали почти всегда выступает бесплатная дорога.

Таблица 1. Примеры компаний российской инфраструктуры и потенциал выпуска ими вечных бондов

Вероятность использования и актуальность инструмента для потенциального эмитента (минимальная 0 1 2 3 максимальная)						
Компания	Размер долга*, млрд руб.	Количество выпусков и объем облигаций в обращении	Кредитный рейтинг «ЭкспертРА»/АКРА	Инвестпрограммы на 2020–2024 годы	Объем инвестпрограммы и ее возможная корректировка	Потенциал размещения вечных бондов
ГК «Автодор»	Общий объем долга: 221,2 млрд руб.	39 выпусков на 192,5 млрд руб.	AA+/AA	–	–	Кредитный рейтинг компании находится на одну-две ступени ниже необходимого паритета с суверенным. По нашей оценке, компания имеет все шансы улучшить кредитный рейтинг и затем совершить выпуск вечных облигаций. Среди имеющихся в мире «транспортных» выпусков вечных бумаг эмитентов из дорожной инфраструктуры напрямую нет. В основном это компании, занимающиеся строительством наземной транспортной инфраструктуры, портовые операторы и транспортные компании, логистические организации, а также авиакомпании и предприятия железнодорожной инфраструктуры.
ГК «Росатом»	–	1 выпуск на 10 млрд руб. (выпуск дочернего общества «Атомэнергопром»)	-/AAA	2020: 250 млрд руб.	–	Высокий кредитный рейтинг госкорпорации обусловлен системной значимостью компании для экономики страны и важностью атомной энергетики для государства. Компания играет социально-значимую роль в регионах, инвестирует в научные разработки, в том числе связанные с выработкой энергии из альтернативных и чистых источников, с обеспечением устойчивости и безопасности на объектах, что потенциально открывает возможность получения заимствований в направлении зеленого и ответственного ESG-финансирования. С 2019 года «Росатом» отвечает за реализацию федерального проекта «Северный морской путь» и строительство ледоколов, а также компания обладает портфелем, реализуемых за рубежом инициатив. По нашей оценке, при выпуске вечных облигаций этим эмитентом бумаги будут пользоваться высоким спросом среди инвесторов, и у компании есть большой потенциал в выпуске бессрочных бондов.
«Росморпорт» (в случае своего акционирования)	Общий объем долга: 2,6 млрд руб	Зарегистрирована дебютная программа облигаций на 25 млрд руб. Первый выпуск облигации и может быть осуществлен в четвертом квартале 2020 года	AAA/-	Объемы на поддержание основных фондов 2020: 11,5 млрд руб. 2021: 17,1 млрд руб. Программа развития 2019–2021: 43 млрд руб.	–	Как эксплуатант федеральных объектов в морских портах и на подходах к ним, предприятие обладает наивысшим уровнем суверенного кредитного рейтинга. Компания также владеет уникальными объектами, обеспечивающими ей статус естественной монополии. С учетом отсутствия в деятельности компании валютного риска за счет установленных в рублях портовых сборов компания в будущем представляет из себя устойчивого потенциального эмитента вечных бондов. Но для этого должно быть принято решение об акционировании предприятия.
«Почта России»	Общий объем долга: 66,3 млрд руб.	12 выпусков на 54,1 млрд руб.	-/AAA	–	–	У компании высокая долговая нагрузка: соотношение долг/EBITDA по итогу 2019 года составила 3,5 и это связано с ростом доли заемного финансирования для исполнения инвестпрограммы компании. Выпуск бессрочных бумаг даст возможность неполного отражения долга в отчетности. В самой компании рассчитывает получить до 70 млрд руб. заемного финансирования через этот формат. Полученные от размещения средства помогут реализации стратегии развития в запланированные сроки. Также у компании в рамках стратегии до 2030 года предусмотрен запуск платформы по распространению социальных (в том числе и медицинских) и государственных сервисов на базе почтовых отделений в сельских территориях. Такие проектные инициативы могут быть профинансированы за счет вечных облигаций, способных одновременно стать облигациями «социального воздействия», получить дополнительную поддержку со стороны государства и повышенный интерес от инвесторов.

Вероятность использования и актуальность инструмента для потенциального эмитента (минимальная 0 1 2 3 максимальная)						
Компания	Размер долга*, млрд руб.	Количество выпусков и объем облигаций в обращении	Кредитный рейтинг «ЭксперТА»/АКРА	Инвестпрограммы на 2020–2024 годы	Объем инвестпрограммы и ее возможная корректировка	Потенциал размещения вечных бондов
«РусГидро»	Общий объем долга: 235,5 млрд руб	9 выпусков на 120 млрд руб. 1 выпуск на 1,5 млрд юаней (15,3 млрд руб.)	-/AAA	2020–2025: 634 млрд руб. 2020: 97,2 млрд руб.	–	Компания, управляющая ключевыми объектами гидроэнергетики России, производила серьезные капвложения в течение последнего десятилетия. Ей удастся удерживать хороший уровень долговой нагрузки. По итогам 2019 года запас ликвидности (включая деньги на счету, невыбранные кредитные линии сроком погашения более года) составил 322 млрд руб. Но мы не исключаем, что в перспективе пяти лет, когда российский рынок вечных облигаций будет более развит, компания может выйти на него с эмиссией таких бумаг. Причем профиль компании в будущем позволяет ей двигаться в направлении ответственного инвестирования ESG и зеленого финансирования.
«Россети»	Общий объем долга: 562 млрд руб.	3 выпуска на 21 млрд руб. (включая выпуски дочерних обществ)	-/AAA	2020–2024: 1144 млрд руб. 2020: 293 млрд руб.	2020: 251 млрд руб. (-42 млрд руб.)	Компания обладает необходимым уровнем рейтинга для эмиссий вечных облигаций, является монопольным управляющим электросетевым комплексом страны. Уровень долга/EBITDA по итогам 2019 года (1,9) у компании был близок к плановому показателю – 2. Поэтому возможность профинансировать дефицит своей инвестиционной программы через выпуск вечных облигаций, на наш взгляд, есть. Это позволит не создавать значительную долговую нагрузку.

* По данным годовой отчетности компаний за 2019 год.

Источник: данные компаний, СМИ, Cbonds, анализ InfraOne Research

Основные преимущества вечных бондов для компании-эмитента:

- возможность отнесения объема заимствований на капитал, что подразумевает неполное отражение объема заимствования в качестве долга в отчетности, и, как следствие, меньшее давление на ковенанты;
- право на отказ от выплаты купона;
- отсутствие необходимости погашения номинала;
- возможность не сокращать инвестпрограмму для инфраструктурных и крупных промышленных компаний реального сектора экономики.

Преимущество инструмента для держателей:

- возможность получения повышенного дохода при улучшении операционной деятельности компании на бессрочной основе.

Вероятно, в ближайшие полгода-год компания будет заниматься улучшением процедур ведения бизнеса, систем управления и прозрачности отчетности для улучшения кредитного рейтинга, чтобы в дальнейшем стать эмитентом высокого уровня надежности и получить право выпускать бессрочные бумаги. В пояснении к кредитному рейтингу компании сказано, что его повышение возможно в случае усиления системной значимости организации для государства и существенного расширения ее функционала.

Среди потенциальных эмитентов вечных бондов могут быть и федеральные государственные унитарные предприятия (ФГУПы), но для них это возможно лишь в долгосрочной перспективе при условии акционирования.

Так, например, на рынке уже несколько лет обсуждается идея об акционировании ФГУП «Росморпорт», причем само предприятие в годовых отчетах описывает плюсы такого преобразования. Это позволит ему решать более широкий спектр задач и со временем использовать более разнообразные инструменты финансирования (в том числе и проектного) и в целом облегчить получение заемных средств. Но, например, для первой эмиссии вечного долга компании потребуется не менее 5–7 лет с момента преобразования в акционерное общество. За это время она должна наработать достаточную, по требованиям российского законодательства, кредитную и финансовую историю и удерживать свой кредитный рейтинг на уровне странового.

На наш взгляд, готовность властей «подстраховать» выплаты купонов вечных облигаций РЖД свидетельствует о заинтересованности в развитии инструмента, а также желании доработать необходимые для этого процедуры и механизмы.

Мы не исключаем, что в ближайшее время со стороны правительства и Центробанка могут быть изменены условия нормативного регулирования, в частности, условия резервирования под покупку подобных активов для банков, НПФов, управляющих компаний и прочих, что существенно увеличит объем доступных средств для рынка долгового капитала. Вместе с тем, поскольку круг покупателей на рынке ограничен, а государство не будет раздавать гарантии выплаты купона всем желающим, интерес инвесторов к инструменту может снизиться. Мы полагаем, что в более выгодном положении окажутся те, кто смогут освоить и применить его быстрее.

Вечные бонды для других компаний. Среди компаний, занимающихся промышленными проектами и проектами в сфере добычи полезных ископаемых (нефтегазовые, горнодобывающие и металлургические компании и холдинги), на наш взгляд, есть не менее трех-четырех крупных игроков, способных проявить интерес к выпуску вечных бондов под финансирование инвестпрограмм и новых проектов. В целом потенциал этого сектора в ближайшие два-три года может составить 300–400 млрд руб.

Таблица 2. Примеры промышленных холдингов и потенциал выпуска ими вечных бондов

Вероятность использования и актуальность инструмента для потенциального эмитента (минимальная 0 1 2 3 максимальная)						
Компания	Размер долга*, млрд руб.	Количество выпусков и объем облигаций в обращении	Кредитный рейтинг «Эксперта»/АКРА	Инвестпрограммы на 2020–2024 годы	Объем инвестпрограммы и ее возможная корректировка	Потенциал размещения вечных бондов
«Норникель»	Общий объем долга: \$9,8 млрд (634 млрд руб.)	2 выпуска на 40 млрд руб. и 5 выпусков на \$4,25 млрд (303 млрд руб.)	AAA/-	2020–2024 годы: \$9–10,2 млрд 2020 год: \$2,5–2,8 млрд	–	Помимо финансирования собственной инвестпрограммы компания может воспользоваться возможностью выпуска вечного долга под социальные нужды – реновацию жилья в Норильске (до 50% от оценочных 85 млрд руб.) либо в реализации мероприятий по обновлению и перевооружению мощностей и активов. Помимо указанных преимуществ для эмитента, такой шаг может улучшить репутацию компании в ESG-направлении (как в зарубежных рейтингах для привлечения интереса иностранных держателей, так и в развитии это направления на отечественном рынке). Сдерживать интерес к займам компании в ближайший год-два могут недавние последствия экологической катастрофы в Норильске и финансовые расходы в связи с этим (необходимость выплаты штрафа и т.д.). Но в перспективе системное значение эмитента для российской экономики делает выпуски заимствований привлекательными в глазах потенциальных инвесторов, а для компании не усиливает долговую нагрузку.
«Лукойл»	Общий объем долга: 553 млрд руб.	5 выпусков на \$5,5 млрд (393 млрд руб.)	Нет рейтинга от аккредитованных Центробанком рейтинговых агентств, но качество компании позволяет его получить	2020 год: 550 млрд руб.	2020 год: 440 млрд руб. (-110 млрд руб.)	Компания пока не имеет необходимого рейтинга от отечественного рейтингового агентства, тем не менее, является одной из ключевых для экономики России. На наш взгляд, процедура получения рейтинга может потребовать несколько месяцев. Однако потребность в инструменте у компании пока невысока, поскольку не исчерпаны возможности заимствовать через традиционные облигационные займы и банковское кредитование (показатель чистый долг/EBITDA на конец 2019 года составил 0).

Вероятность использования и актуальность инструмента для потенциального эмитента (минимальная 0 1 2 3 максимальная)

Компания	Размер долга*, млрд руб.	Количество выпусков и объем облигаций в обращении	Кредитный рейтинг «ЭкспертРА»/АКРА	Инвестпрограммы на 2020 – 2024 годы	Объем инвестпрограммы и ее возможная корректировка	Потенциал размещения вечных облигаций
«Газпром»	Общий объем долга: 3 864 млрд руб.	28 выпусков на \$23,1 млрд или 1650 млрд руб. (помимо выпусков в рублях имеются выпуски в японских иенах, швейцарских франках, британских фунтах, долларах США и евро) Выпуски дочерних и подконтрольных компаний: Газпром Капитал: 10 выпусков на 120 млрд руб., Газпром нефть: 13 выпусков на 185 млрд руб., 2 выпуска на \$3 млрд (214 млрд руб.)	-/AAA	2020 год: 1 054 млрд руб.	2020 год: 843 млрд руб. (-211 млрд руб.)	«Газпром» с помощью выпуска вечных облигаций может финансировать не только строительство и модернизацию инфраструктуры (то есть восполнить дефицит ликвидности для реализации инвестиционной программы), но и организовать эмиссии с «зеленой» составляющей. Компания также рассматривает направление средств на поэтапное завершение газификации страны, которая оценивается в 2 трлн руб. до 2030 года.
«Новатэк»	Общий объем долга: 175,5 млрд руб.	2 выпуска на \$1,65 млрд (118 млрд руб.)	AAA/-	2020 год: 250 млрд руб.	2020 год: 200 млрд руб. (-50 млрд руб.)	Компания обладает относительно невысокой долговой нагрузкой и широко использует инструменты проектного финансирования, перенося заемную нагрузку на проектные компании. В рамках пересмотра инвестиционной программы она определила целью снижение затрат на менее профильные – нефтедобывающие – проекты. На наш взгляд, у этого игрока есть потенциал воспользоваться ESG-направлением, а также реализовывать более экологичные подходы к бизнесу и усилить репутацию в этом. Но в ближайшие несколько лет у компании, вероятно, не будет интереса к выпуску вечных облигаций.
«Северсталь»	Общий объем долга: 171,55 млрд руб. (\$2,65 млрд)	2 выпуска на 30 млрд руб. и 5 выпусков на \$2,5 млрд (179 млрд руб.)	AAA/-	2020 год: 111 млрд руб.	2020 год: 67–78 млрд руб. (на 33–44 млрд руб. меньше)	Компания была вынуждена сократить инвестпрограмму на 2020 год на 30–40%. Являясь значимой для экономики России, она, по нашему мнению, способна выйти на рынок вечных облигаций. Более того, компания планирует инвестиций в экологические проекты через масштабное перевооружение основных активов (1,1 млрд руб.), а значит, может усилить интерес к себе, как к социально-ответственной и следующей принципам ESG. Выпуск вечных и, возможно, зеленых облигаций позволит не перегружать баланс и сохранить хорошее соотношение долг/EBITDA для будущих проектов. А реализация проектов и превентивное снижение экологических рисков поддержат репутацию ответственного игрока у зарубежных партнеров и клиентов.
«Роснефть»	Общий объем долга: 3 828 млрд руб.	51 выпуск на 3056 млрд руб. и 1 выпуск на \$2 млрд (143 млрд руб.)	AAA/-	2020 год: 950 млрд руб.	2020 год: 750 млрд руб. (-200 млрд руб.)	«Роснефть» столкнулась с необходимостью снижения добычи нефти в рамках договоренности ОПЕК+ и весной 2020 года переживала самое заметное падение цен на свою продукцию за последние 15 лет. Нехватка финансирования инвестиционной программы компании составляет более 20% и, на наш взгляд, компания могла бы прибегнуть к инструменту вечных облигаций для ее закрытия (соотношение долг/EBITDA на конец первого квартала 2020 года составил 1,5).

* По данным годовой отчетности компаний за 2019 год.

Источник: данные компаний, СМИ, Cbonds, анализ InfraOne Research

Подавляющая часть этих компаний и холдингов обладает кредитными рейтингами от отечественных агентств на уровне суверенного. На наш взгляд, помимо головной компании такие выпуски могут быть организованы и входящими в холдинг структурами, если их рейтинг столь же высок.

Такие эмитенты играют значимую роль в экономике страны и уже привлекают к себе интерес будущих держателей бумаг. Выпуск облигаций без срока погашения для компаний нефтегазового, промышленного и обрабатывающего секторов выглядит перспективным из-за отсутствия необходимости погашения номинала, возможности пропуска купонной выплаты в сложные периоды и минимальной нагрузки на долговые ковенанты.

Одним из первых эмитентов в этих секторах может стать «Газпром», который рассматривает возможность выпуска вечных бондов для газификации страны. Сейчас компания тратит на подобные цели порядка 50–60 млрд руб. в год, но этих средств недостаточно: общая стоимость программы газификации до 2030 года – 2 трлн руб.

По нашей оценке, ряд из приведенных в таблице 2 компаний может получить дополнительную выгоду за счет включения в инструмент «зеленой» и/или ESG повестки. Во-первых, это может дать дополнительные репутационные очки. Во-вторых, такие компании могут получить большие преференции у зарубежных инвесторов, партнеров и клиентов. В-третьих, такие эмитенты могут стать пионерами на отечественном рынке в деле продвижения достаточно новой для него темы – долгосрочного ответственного (социально-экологического) инвестирования.

Международная практика выпуска вечных бондов. По данным Cbonds на конец июля 2020 года, на международном рынке находится в обращении 2012 выпусков вечных облигаций на общую сумму \$863 млрд.

Из этих выпусков 99% по количеству и 98,5% по объему приходится на корпоративный сектор (остальные – на государственный и муниципальный). Почти три четверти сектора составляют вечные облигации банков и финансовых компаний: 1469 выпусков на \$605,7 млрд.

На долю нефинансовых и промышленных компаний приходится лишь 26% выпусков мирового рынка корпоративных вечных бумаг. Эмитенты инфраструктурного и смежных с ним секторов провели 332 размещения бессрочных бондов на общую сумму \$141 млрд, или почти 17% от всего рынка.

Несмотря на несколько сотен лет истории, корпоративным эмитентам такой инструмент стал интересен лишь в конце XX – начале XXI века (см. рисунок 2). Причем большая часть заимствований приходилась тогда на банковский сектор. Лишь к 2013–2014 годам на рынок начали выходить достаточно заметные объемы вечных облигаций от игроков инфраструктурного рынка.

Из международной практики использования этого инструмента следует, что он интересен компаниям, реализующим крупные проекты с долгосрочной окупаемостью в сферах как публичной, так и промышленной инфраструктуры. После организаций финансового сектора крупнейшими эмитентами вечных облигаций являются строительные, энергетические и телекоммуникационные компании (см. рисунок 3). Также заметную часть рынка занимают вечные облигации нефтегазового сектора (\$37,2 млрд).

Подобные заимствования часто используются компаниями для финансирования своих долгосрочных инвестиционных планов.

Такой вид долга из-за отсутствия точного горизонта погашения бумаги позволяет не создавать дополнительное давление на кредитные ковенанты, в частности на соотношение долг/ЕБИТДА. По стандартам МСФО есть возможность признать полученные денежные средства от такого выпуска в большем объеме капиталом, чем долгом, если нет обязательств по их погашению. На долговую часть баланса компании-эмитента в таком случае попадают только выплаты купонов в ближайшем периоде.

Вечные бонды на службе государства

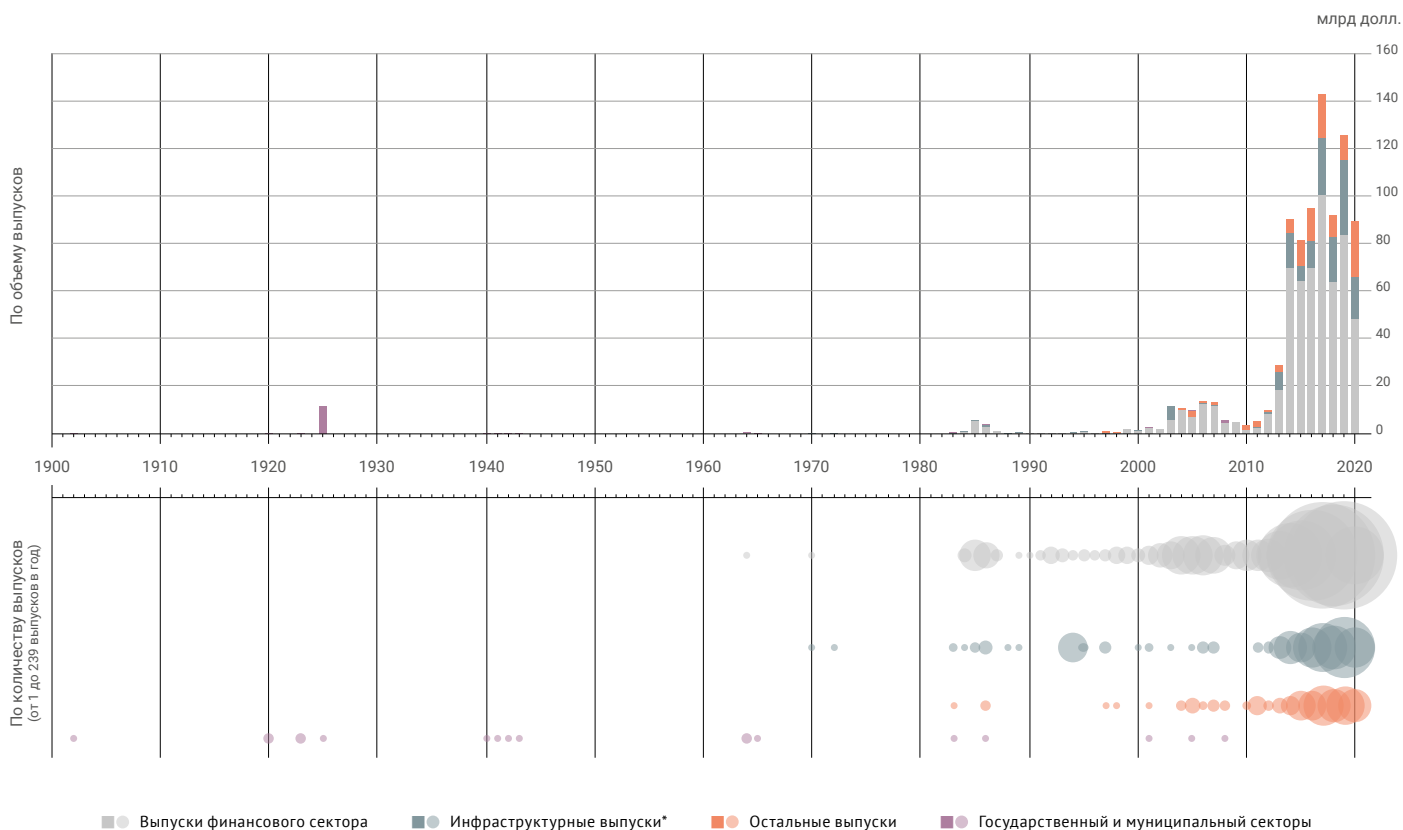
Первые известные выпуски вечных облигаций осуществлялись от лица правительства или муниципалитетов.

Одним из старейших выпусков считается эмиссия бумаг в 1648 году голландским муниципальным предприятием водоснабжения *Lekdijk Bovendams*. Полученные им деньги шли на модернизацию, ремонт и строительство каналов для обеспечения районов водой необходимого качества и объема. Выплаты купонов производились за счет сбора налоговых поступлений от жителей. Первоначальная ставка купона составляла 5%, а затем была снижена до 3,5% и 2,5%. Эти бумаги уже 370 лет выплачивают доходность держателю и находятся в распоряжении Йельского университета (США). Выплаты купонов производит приемник *Lekdijk Bovendams – Hoogheemraadschap De Stichtse Rijnlanden* (водный совет провинций Утрехт и Южная Голландия).

Бессрочными бумагами считаются также выпуски консолей (вида ценных бумаг) правительством США и Великобритании. Так британское казначейство выпустило в 1751 году консоли, использовавшиеся впоследствии для финансирования войн с Наполеоном, они были выкуплены лишь в 2015 году.

Выпуск таких ценных бумаг позволял правительству получить необходимые средства, но при этом иногда не подразумевал обязательства по их возврату.

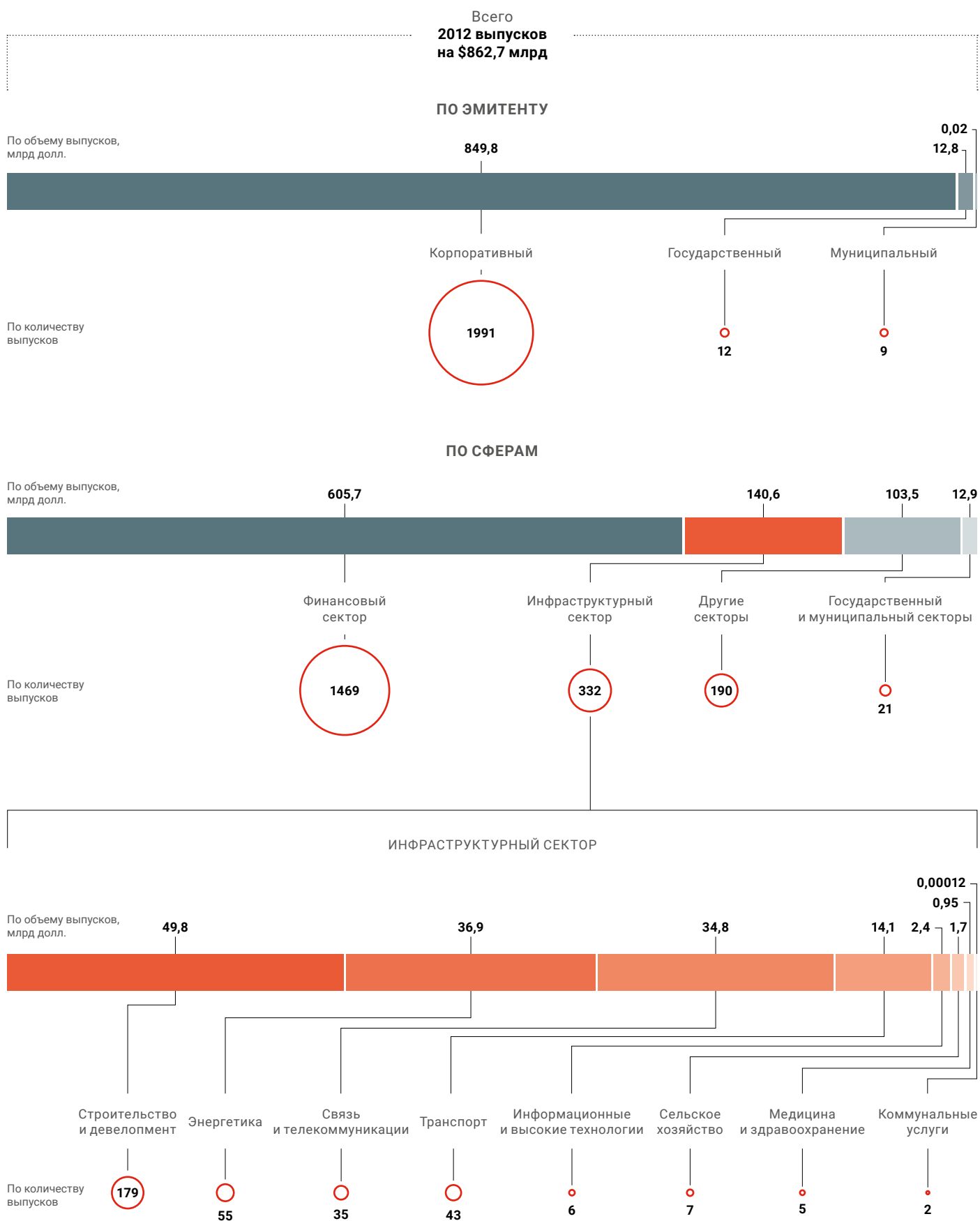
Рисунок 2. Распределение находящихся в обращении выпусков вечных бондов по годам



* К инфраструктурному сектору в данном случае относятся выпуски эмитентов, связанных с ИТ-индустрией, коммунальными предприятиями, медициной и здравоохранением, связью и телекоммуникациями, транспортом, строительством и девелопментом, а также энергетикой и сельским хозяйством.

Источник: данные Cbonds, расчеты InfraOne Research

Рисунок 3. Структура мирового рынка вечных бондов в обращении



Источник: данные Cbonds, расчеты InfraOne Research

Насколько вечны вечные бонды. По данным Cbonds, объем досрочно погашенных вечных облигаций меньше того, что находится в обращении: всего эмитентами выкуплено 907 выпусков вечных облигаций на общую сумму \$661,3 млрд. Среди них восемь эмиссий правительства Великобритании на £3,2 млрд, проведенных еще в XX веке. К финансовому сектору относится 710 выкупленных выпусков в объеме \$515,6 млрд, что составляет 78% и по количеству, и по объему эмиссий.

Инфраструктурный сектор погашенных вечных бондов представлен 103 выпусками на \$81,3 млрд. Погашение для них в среднем происходило на пятый год от размещения. По некоторым выпускам в строительном и энергетическом секторах максимальный срок до погашения составлял 10 лет, а в транспортном – 34 года. Минимальный мог равняться и году. Эмитенты ИТ-сектора, связи и телекоммуникаций, сельского хозяйства и коммунальной сферы проводили досрочное погашение в среднем через пять лет.

Доля дефолтов по погашению на рынке бессрочных бондов невелика. На конец июля 2020 года они случились с восемью эмиссиями таких бумаг на сумму \$1,49 млрд: к ним относятся государственный выпуск Аргентины от 1991 года в размере \$5,5 млн, а также выпуски банковского сектора Португалии, Исландии и прочие, размещенные в 2004–2010 годах.

Обычно эмитенты вечных бондов при размещении назначают дату, в которую имеют право (но не обязаны) произвести частичное или полное погашение выпуска. Для выпусков, которые находятся сейчас в обращении, в среднем этот срок наступает через девять лет, в инфраструктурном секторе – через шесть-семь лет. В секторе связи и телекоммуникаций он может наступить и через год после выпуска, но это не значит, что эмитент воспользуется этим правом.

Для компаний из сфер строительства, транспорта и энергетики минимально эта дата назначена через два года, а максимумами по этим секторам выступают 48, 40 и 40 лет соответственно. В секторе связи и телекоммуникаций максимально отдаленная дата выкупа наступит через 18 лет, в ИТ и сельском хозяйстве – через 10 лет. Интересно, что чем старше выпуск, тем обычно более долгий срок закладывался до даты выкупа. По выпускам до 2003 года это свыше 33 лет после размещения. В 2003–2012 годах срок сократился до 10–18 лет, а по выпускам вечных облигаций последних семи лет он составляет от 1 года до 15 лет.

Вечные бонды для инфраструктуры за рубежом. По данным Cbonds, инфраструктурные компании и эмитенты из смежных секторов прибегали к выпуску бессрочных облигаций по меньшей мере в 29 странах. С июньским выпуском вечных облигаций РЖД на сумму \$0,42 млрд Россия заняла сразу 26-е место в этом списке, обогнав Норвегию (\$0,34 млрд), Ямайку (\$0,2 млрд) и Данию (\$0,1 млрд).

Лидеры таких заимствований – компании из Франции, Китая, Гонконга (в вопросах финансов автономен от Китая), Нидерландов и Германии (см. рисунок 4). На них, по данным Cbonds, приходится 170 эмиссий вечных бондов на общую сумму \$96,7 млрд: это 52% по количеству и 69% по объему от выпусков вечных облигаций в инфраструктурном секторе.

Все страны из топ-5 объединяет наличие бессрочных заимствований у транспортных компаний, хотя последние на рынке вечных бондов для инфраструктуры не являются лидерами. Во Франции и Нидерландах основной объем эмиссий приходится на компании энергетической и телекоммуникационной сферы, а в Китае, Гонконге и Германии – на строительные организации.

Примечательно, что США не входят в топ-5 стран, заимствующих средства для инфраструктуры через вечные бонды. Страна находится на 6-м месте и отстает от Германии почти в два раза по суммарному объему таких бондов в обращении (\$5,6 млрд). Мы полагаем, это связано с тем, что в США активно развиты другие инструменты привлечения средств на инфраструктурные цели (например, муниципальные облигации).

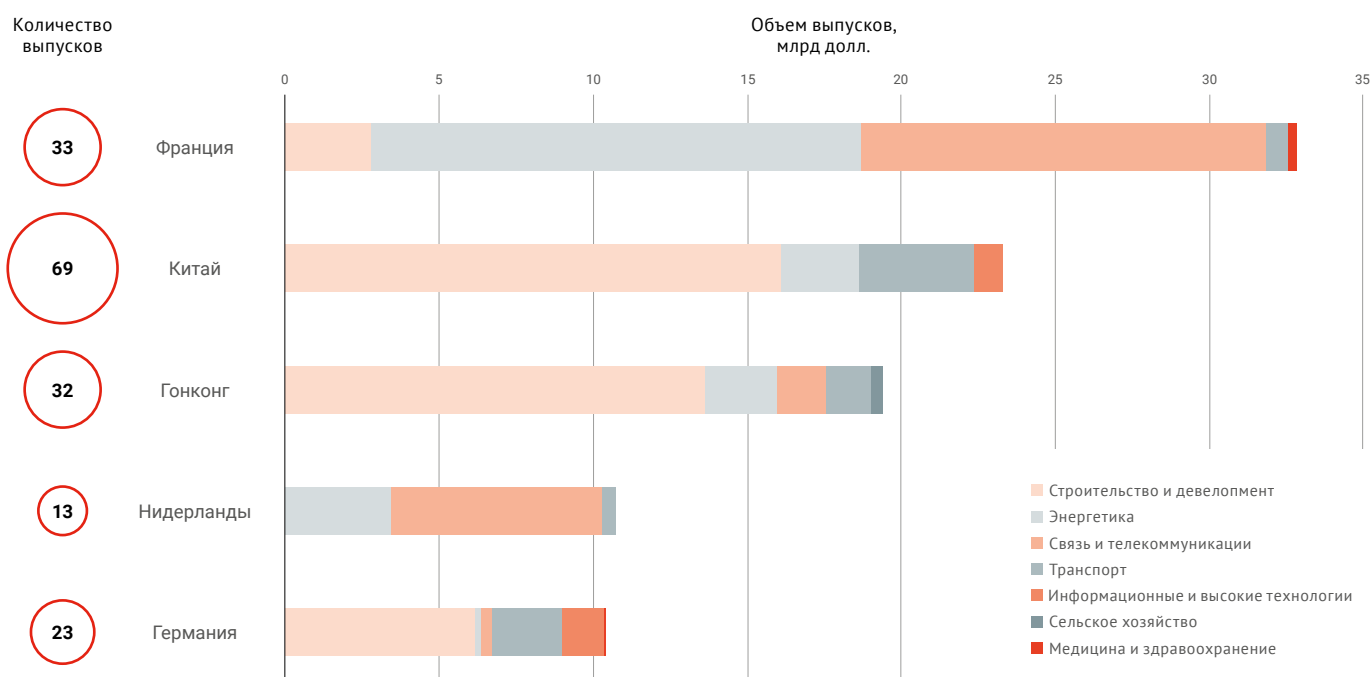
При этом собственно для транспорта такой инструмент совсем не нов. Canadian Pacific, железнодорожный оператор канадской трансконтинентальной железной дороги, с 1889 года выпускал бессрочные облигации с ежегодным купоном в 4%. Одним из условий начальных выпусков была выплата процентов в золотых монетах (последний раз платеж в такой форме состоялся в 1933 году). Сейчас в обращении находятся облигации, выпущенные в 1972 году на сумму около \$31 млн. Они представляют собой долг с самыми высокими кредитными рейтингами (Aa2 от Moody's и AA- от S&P) среди других выпусков облигаций (BBB и ниже) этой компании и обладают статусом залога первой очереди.

Инструмент вечных облигаций позволяет компаниям и правительствам находить денежные средства в сложных экономических ситуациях, расширяет финансовые возможности компаний-эмитентов для выполнения в срок инвестиционных программ, а также реализации проектов по строительству или модернизации инфраструктуры.

Так, например, филиппинский диверсифицированный конгломерат San Miguel Corp. в 2020 году планирует разместить \$1–3 млрд вечных облигаций под реализацию инфраструктурных проектов в стране, в том числе под строительство аэропорта Булакан. У его дочерней энергетической компании SMC Global Power Holdings, на которую приходится 17% мощностей национальной сети, уже имеется в обращении четыре выпуска вечных бондов на \$2,2 млрд. Привлеченные средства от этих выпусков направляются на рефинансирование долга, общекорпоративные цели, а также инвестируются в электроэнергетические активы.

Рынок бессрочных заимствований, на наш взгляд, имеет большой потенциал для привлечения средств российскими эмитентами как в сфере транспорта, так и энергетики и коммунального хозяйства. Подобные заимствования на открытом рынке позволят с минимальной нагрузкой на баланс компании привлечь денежные средства для реализации инвестиционных программ.

Рисунок 4. Топ-5 стран по объему выпуска вечных бондов для инфраструктурного сектора (в обращении)



Источник: данные Cbonds, расчеты InfraOne Research

Бывают ли облигации «вечнозелеными»?

Выпуски бессрочных облигаций могут быть и зелеными. Так, по данным Cbonds, среди заимствований инфраструктурных компаний есть 16 выпусков зеленых вечных облигаций на общую сумму \$8,3 млрд. Наибольшие объемы таких облигаций приходятся на компании Нидерландов и Франции (по \$2,3 млрд в каждой стране) и Испании (\$2,1 млрд). Почти 92% заимствований через такой инструмент идут на финансирование зеленых технологий в энергетике.

Например, крупнейшая энергетическая компания Дании Ørsted начала в 2013 году с размещения «обычных» бессрочных облигаций в рамках политики перехода на возобновляемую энергетику. Сейчас у компании уже четыре выпуска на €2,4 млрд, их погашение запланировано через 1000 лет (см. таблицу 3). Среди этих выпусков есть два на €1,1 млрд, которые одновременно являются зелеными облигациями для финансирования проектов с экологическими выгодами.

Таблица 3. Основные условия выпусков вечных облигаций Ørsted

Выпуск	Дата размещения	Год погашения	Объем, млн евро	Рейтинг	Ставка купона	Последующая ставка купона	Вид
1	26.06.2013	3013	700	BB+ (S&P) Baa3 (Moody's) BBB- (Fitch)	6,25% до 2023 года	Пересматривается каждые 5 лет: 2023–2043 годы: EUR swap+4,75% После 2043 года: EUR swap+5,5%	Гибридные (субординированные)
2	06.04.2015	3015	600		3% до 2020 года	Пересматривается каждые 5 лет: 2020–2025 годы: EUR swap+2,819% 2025–2040 годы: EUR swap+3,069% После 2040 года: EUR swap+3,819%	
3 (Зеленый)	24.11.2017	3017	500		2,25% до 2024 года	Пересматривается каждые 5 лет: 2024–2029 годы: EUR swap+1,899% 2029–2044 годы: EUR swap+2,149% После 2044 года: EUR swap+2,899%	
4 (Зеленый)	09.12.2019	3019	600		1,75% до 2027 года	Пересматривается каждые 5 лет: 2027–2032 годы: EUR swap+1,952% 2032–2047 годы: EUR swap+2,02% 2047 год и далее: EUR swap+2,952%	

Источник: данные компании, анализ InfraOne Research

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