

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
**«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

(Финуниверситет)

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Заведующий кафедрой

_____ профессор Рубцов Б. Б.

«___» _____ года

Выпускная квалификационная (дипломная) работа

Водяникова Дмитрий Андреевича

на тему:

**«Использование инфраструктурных облигаций для финансирования
проектов»**

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

к. э. н., доцент Анненская Наталья Евгеньевна

Дипломная работа опубликована на сайте www.mirkin.ru 26.07.2011

Содержание

Вступление	3
1. Понятие инфраструктурных облигаций.....	7
1.1. Сущность и основные виды инфраструктурных облигаций.....	7
1.2. Место и роль инфраструктурных облигаций в финансировании инфраструктурных проектов.....	12
1.3. Примеры и варианты использования инфраструктурных облигаций.....	14
1.4. Потенциальные преимущества инфраструктурных облигаций над иными формами финансирования инфраструктурных проектов.	17
2. Инфраструктурные облигации как эффективный способ финансирования инфраструктурных проектов	21
2.1. Разработка структуры и определение ключевых условий выпуска инфраструктурных облигаций.	21
2.2. Оценка эффективности инвестиций в инфраструктурные проекты и определение оптимальной структуры капитала проектной компании.	31
2.3. Механизм распределения доходов и рисков.....	36
2.4. Особенности инвестирования в инфраструктурные облигации (факторы инвестиционной привлекательности).....	50
3. Перспективы использования инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов в России	59
3.1. Современные механизмы финансирования инфраструктурных проектов в России .59	
3.2. Преимущества и использования инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов	64
3.3. Перспективы использования инфраструктурных облигаций в России и проблемы их законодательного регулирования	67
Заключение.....	82
Список литературы.....	85
Приложения	88

Вступление

Исторически ответственность за обеспечение общих условий и возможностей ведения общественной и хозяйственной жизни в том или ином регионе, то есть за создание, поддержание и модернизацию инфраструктуры возлагалась на государство. Во многом это связано с пониманием услуг, производимых объектами инфраструктуры, как общественных, то есть доступных всем членам общества вне зависимости от их конкретных желаний и возможностей. Кроме того, затраты на создание и содержание объектов инфраструктуры, как правило, столь велики, что перекрывают масштабы экономической деятельности большинства субъектов экономики и могут быть произведены лишь за счет общественных богатств, в рамках современных экономических отношений принимающих форму системы бюджетов и внебюджетных фондов.

Однако ускоренные темпы развития мировой экономики и общественной жизни, активные процессы урбанизации, внедрение новых технологий и их усложнение в последние 10-20 лет привели к частичной несостоятельности данной концепции. Современное государство все еще активно расходует бюджетные средства на развитие инфраструктуры, однако разрыв между требуемыми и фактическими вложениями возрастает ежегодно, тем самым, ограничивая экономическое и социальное развитие регионов и государств.

Очевидно, что простой отказ от устранения возникшего дисбаланса приведет к его дальнейшему разрастанию, сопровождаемому последующим снижением эффективности экономической деятельности в регионе и уровня жизни населения. В условиях объективной невозможности государства увеличить собственные расходы на финансирование инфраструктуры (или, по крайней мере, довести их до требуемого уровня), часть его функций должен принять на себя частный капитал, до недавнего времени по ряду

причин не проявлявший особого интереса к инфраструктурным проектам. Недостаточная привлекательность для частного инвестора обусловлена сущностными особенностями инфраструктуры как объекта инвестиций.

Общее понятие инфраструктуры (или объекта инфраструктуры как конкретной формы ее проявления) включает в себя технические и инженерные сооружения, созданные для обеспечения и поддержки эффективного функционирования экономики (экономическая инфраструктура), общества (социальная инфраструктура), а также для создания комфортных условий и повышения качества жизни населения (городская или муниципальная инфраструктура). Строительство таких сооружений, как правило, требуют больших затрат ресурсов и времени, применения сложных технологических и инженерных решений, в то время как результат их эксплуатации далеко не всегда приобретает форму денежного дохода, зачастую проявляясь лишь через создаваемые для других субъектов экономики косвенные положительные эффекты, а также улучшение условий ведения экономической деятельности и качества жизни населения. Данные сущностные особенности делают многие инфраструктурные проекты экономически непривлекательными для тех частных инвесторов, которые не получают от их реализации экономические выгоды (в неявной форме – то есть не в форме денежных потоков, получаемых в результате реализации услуг объекта инфраструктуры). Однако использование специальных финансовых конструкций при структурировании и финансировании инфраструктурных проектов позволяет преодолеть имеющиеся недостатки инфраструктуры как объекта инвестиций и привлечь достаточные объемы частного капитала по относительно невысокой стоимости.

Концепция частного финансирования инфраструктуры (Private Participation in Infrastructure - PPI) подразумевает рассмотрение инфраструктурного проекта как отдельной компании, единственной целью деятельности которой является реализация инфраструктурного проекта, и

последующее применение к ней общих принципов корпоративного финансирования. При таком подходе привлечение финансовых ресурсов возможно тремя основными способами: продажа части акционерного капитала, банковское кредитование и выпуск долговых ценных бумаг.

Не отрицая целесообразность и необходимость применения различных подходов к финансированию в рамках одного проекта, в данной работе на основе международного опыта будет продемонстрированы потенциальные преимущества использования инфраструктурных облигаций при аккумулировании финансовых ресурсов для реализации инфраструктурных проектов. Особенно отмечается важность разработки структуры и определения ключевых условий выпуска инфраструктурных облигаций и учет особенностей проекта, национальных и региональных экономических и правовых условий, а также позиционирование и определение факторов инвестиционной привлекательности проекта и соответствующего выпуска инфраструктурных облигаций.

В условиях усиления международной экономической конкуренции и планов российского Правительства и Президента по ускорению модернизации экономики страны и достижению высоких и устойчивых темпов роста, а также повышению уровня жизни населения развитие инфраструктуры и построение современной инфраструктурной системы становятся одними из наиболее актуальных задач. В связи с этим поиск и внедрение новых для российской практики механизмов увеличения инвестиций в инфраструктуру, снижения доли государства в них, повышения инвестиционной привлекательности инфраструктурных проектов и снижения стоимости привлекаемых для их реализации финансовых ресурсов.

Целью настоящей работы является анализ мирового опыта применения инфраструктурных облигаций для финансирования проектов, определение основных типов облигаций и ключевых условий, обеспечивающих наиболее эффективную реализацию инфраструктурных проектов. Кроме того, большое внимание уделяется перспективам применения данного инструмента в

российской практике, даются рекомендации по поводу наиболее подходящих для российских условий видов облигаций и ключевых условий их выпуска, а также комментарии касательно законодательного регулирования инфраструктурных облигаций.

1. Понятие инфраструктурных облигаций

1.1. Сущность и основные виды инфраструктурных облигаций

Понятие инфраструктурных облигаций, в отличие от большинства понятий в области финансовых рынков, раскрывает не механизм или лежащие в основе инструмента правовые и экономические процессы, а основную цель их выпуска.

Финансирование инфраструктурных проектов, на протяжении длительного времени бывшее исключительной прерогативой государства, в последние десятилетия было частично возложено на частных инвесторов. Основной целью развития инфраструктурных облигаций как инструмента финансирования инфраструктурных проектов являлось повышение объема частных инвестиций в инфраструктуру и снижение общих затрат государства на ее развитие (в том числе за счет снижения стоимости привлеченных (внешних по отношению к государству) ресурсов). В силу большой важности развития инфраструктуры для властей данный инструмент также получает государственную поддержку.

На основании указанных специфических особенностей и отличий от иных видов облигаций было сформулировано определение инфраструктурных облигаций, под которыми в данной работе будут пониматься облигации, основным направлением использования средств от выпуска которых является финансирование инфраструктурных проектов и которым при этом предоставляются особые льготы со стороны государства и (или) региональных и местных органов власти. Такие преференции направлены, в первую очередь, на стимулирование спроса на инфраструктурные облигации за счет создания особого налогового режима, оптимизации соотношения доходности и риска (путем разработки особых механизмов распределения доходов и рисков, позволяющих снизить

кредитные риски проекта и, соответственно, снижения требуемой нормы доходности и стоимости финансирования). Форма организации инфраструктурного займа, валюта, срок и порядок выплаты доходов являются ключевыми для успешности выпуска и эффективности реализации проекта условиями, однако не являются определяющими для формирования понятия об инфраструктурных облигациях.

При этом такое достаточно широкое определение позволит, опираясь на все базовые свойства и особенности облигаций, более полно изучить мировой опыт выпуска инфраструктурных облигаций и их конкретные условия с целью выявления так называемой лучшей практики и ее дальнейшей адаптации к российской экономической и правовой среде.

Одним из основных принципов кредитных отношений является принцип возвратности, в финансовой практике проявляющийся в виде обеспечения займа, то есть источника его погашения. Свойства и особенности обеспечения в большинстве случаев определяют и свойства займа, а зачастую и его качество. Инфраструктурные облигации не являются исключением, а потому основная их классификация основана именно на источнике погашения. По данному признаку всё множество инфраструктурных облигаций может быть разделено на два больших класса: облигации под общие гарантии (General Obligation Bonds) и доходные облигации (Revenue Bonds). При этом стоит отметить, что существуют и другие виды инфраструктурных облигаций, являющиеся производными от основных.

Облигации под общие гарантии (General Obligation или GO Bond), впервые использованные и наиболее распространенные в США, представляют собой «форму долгосрочного заимствования, при которой штат (государство, муниципалитет) выпускает муниципальные (государственные) облигации и принимает на себя безусловное

обязательство выплатить проценты и основную сумму займа»¹. Ключевым здесь является понимание всего объема доходов (налоговых и неналоговых) соответствующего бюджета (государства, субъекта федерации, муниципалитета) в качестве источника погашения облигаций².

Контроль реализации проекта, начиная с разработки концепции и проектной документации до управления уже построенным объектом, ложится на конечных плательщиков по обязательству – налогооблагаемое население соответствующего региона, которое, как правило, организует соответствующий специальный выборный орган, а наиболее важные решения могут приниматься посредством референдума.

Ключевым моментом является принятие решения о выпуске инфраструктурных облигаций под общие гарантии. В период до референдума ведутся активные общественные дискуссии, прорабатываются детали проекта, в результате чего достигается баланс между общественной полезностью объекта инфраструктуры, затратами на его строительство и доходами, которые он сможет генерировать³.

Гарантии государства или муниципалитета по полному и своевременному совершению всех платежей по облигации, с точки зрения инвестора, имеют чрезвычайно большое значение при принятии инвестиционного решения. Фактически он вкладывает свои средства не в

¹ “GO bonds are a form of a long-term borrowing in which the state issues municipal securities and pledges its full faith and credit to their repayment.” State Administrative Manual of California, article 6871 “General Obligation Bonds”. Статья 6871 Административного Справочника штата Калифорния (Доступен для просмотра по адресу: <http://sam.ca.gov/default>)

² Возможность переноса долговой нагрузки на всех налогоплательщиков определенного региона в ряде стран предполагает предварительное получение их согласия на выпуск облигаций. Так статья 16 главы 1 Конституции штата Калифорния запрещает создание долговых обязательств на сумму свыше 300 000 долларов США без утверждения на референдуме простым большинством голосов всех граждан-налогоплательщиков соответствующего бюджета.

³ Так, в 2006 году Правительством Калифорнии было принято решение о выпуске инфраструктурных облигаций под общие гарантии на сумму свыше 20 млрд. долларов. Весь объем займа был разделен на три части в зависимости от направлений использования привлеченных средств. Первая часть (Proposition 1A) должна быть использована для рефинансирования предыдущего займа, вторая (Proposition 1B) направлялась на развитие транспортной инфраструктуры штата, а третья (Proposition 1C) – на жилищное строительство и модернизацию имеющихся жилых строений вблизи транспортных систем. Разделение всей суммы займа по конкретным инфраструктурным проектам (например, на модернизацию шоссе 99 был выделен 1 млрд. долларов), их подробное описание позволяли гражданам и политическим силам Калифорнии вести активные дискуссии, корректируя условия займа, и сделать осознанный выбор при голосовании (Infrastructure Bond Fact Sheet. Los Angeles County Metropolitan Transportation Authority. October, 2006)

конкретный проект, а просто предоставляет заем государству, региональным властям или муниципалитету, и соответственно, при оценке своих рисков и требуемой доходности его внимание будет акцентировано на финансовом положении заемщика, в то время как детали проекта будут иметь второстепенное значение.

Отсутствие прямой связи между эффективностью реализации инфраструктурного проекта и погашением инфраструктурной облигации выявляет два ключевых свойства облигаций под общие гарантии. С одной стороны, риск дефолта по таким облигациям определяется исключительно платежеспособностью государства или муниципалитета, что подтверждается оценками ведущих рейтинговых агентств, в большинстве случаев присваивающих облигациям под общие гарантии рейтинги, сопоставимые с рейтингами соответствующих муниципалитетов или суверенными, тем самым повышая их инвестиционную привлекательность.

С другой стороны, использование облигаций под общие гарантии для финансирования инфраструктурных проектов приводит к снижению контроля со стороны инвестора за ходом реализации проекта, эффективностью расходования средств и качеством проектно-сметной документации, зачастую приводящее к значительному завышению расходов на строительство и управление, увеличению сроков реализации проекта, ухудшению качества производимых услуг.

Помимо муниципалитета или государства в качестве эмитента инфраструктурных облигаций под общие гарантии могут выступать также и корпорации. В данном случае источником погашения облигаций будут являться все доходы компании-эмитента. Однако, в силу сложности контроля целевого расходования средств, такого рода облигации редко получают статус инфраструктурных и соответствующую поддержку государства. Кроме того, наличие на балансе компании крупномасштабных, долгосрочных проектов ухудшает ее общее финансовое положение, снижает стоимость компании в глазах инвесторов и может привести к дискриминации

владельцев младших по отношению к инфраструктурным облигациям ценных бумаг компании. Эти факторы способны значительно снизить инвестиционную привлекательность и экономическую целесообразность выпуска облигаций под общие гарантии от лица частной компании и сдерживают активное развитие и применение данного инструмента.

Значительно более популярным и привлекательным инструментом привлечения финансовых ресурсов для реализации инфраструктурных проектов являются так называемые доходные инфраструктурные облигации (Revenue bonds), погашение доходных которых обеспечивается денежным потоком, генерируемым объектом инфраструктуры либо конкретным видом доходов бюджета⁴, закрепленным в условиях выпуска как исключительный источник выплат по облигациям.

Выпуск такого рода облигаций в большинстве случаев производится от имени специально созданной проектной компании (SPV⁵), основной целью деятельности которой является реализация конкретного инфраструктурного проекта. Учредителями такой компании, как правило, выступают государство или муниципалитет, зачастую представленные государственным агентом, и (или) группа крупных частных компаний, обычно имеющих определенный опыт или специализирующихся на инвестициях в инфраструктуру, строительстве и проектировании инфраструктурных объектов, эксплуатации и управлении ими.

Сформированный за счет денежных и имущественных (включая специальные технологии и ноу-хау) взносов основных акционеров уставный капитал выступает основой, базой для привлечения прочих финансовых ресурсов (включая инвестиции более мелких акционеров и заемный капитал, привлекаемый, в том числе за счет выпуска инфраструктурных облигаций). Денежные потоки, генерируемые в процессе эксплуатации и управления объектом инфраструктуры, выступают источником погашения облигации.

⁴ Например, транспортный налог как обеспечение по облигациям, выпущенным с целью модернизации дорожной сети региона

⁵ SPV – Special Purpose Vehicle.

Роль государства или муниципалитета может ограничиваться лишь участием в формировании уставного капитала, однако в целях повышения интереса частных инвесторов в финансировании проекта и снижения стоимости финансовых ресурсов зачастую они принимают на себя также ряд рисков, связанных с проектом, и предоставляют другие виды обеспечения, речь о которых пойдет во второй главе данной работы. Пока же остановимся на доходных инфраструктурных облигациях в их «чистом» виде.

Отсутствие государственных и муниципальных гарантий делает платежную функцию доходных облигаций зависимой исключительно от эффективности реализации инфраструктурного проекта. При прочих равных условиях это создает больший риск и, соответственно, более высокий уровень требуемой нормы доходности, что делает привлечение средств за счет выпуска доходных облигаций более дорогой формой привлечения финансовых ресурсов. Некоторое удорожание финансовых ресурсов в большинстве случаев перекрывается повышением эффективности их использования вследствие более тщательного и детального контроля со стороны инвесторов реализации проекта и эффективного расходованием средств.

1.2. Место и роль инфраструктурных облигаций в финансировании инфраструктурных проектов.

Инфраструктурные облигации, как было сказано выше, являются одной из форм долгового финансирования инфраструктурных проектов и важным элементом механизма частного финансирования инфраструктуры (PFI), в общем случае предполагающего полное или частичное участие частных компаний в финансировании и управлении инфраструктурными проектами, предназначенными для широкого использования.⁶ Организация частного

⁶ Методология Всемирного Банка (Private Participation in Infrastructure Database – ppi.worldbank.org)

финансирования инфраструктуры, как правило, предполагает создание специальной проектной компании, единственной целью создания и деятельности которой является реализация конкретного инфраструктурного проекта.

Состав учредителей таких компаний может различаться в зависимости от проекта, но, как правило, включает: государство, софинансирующее и предоставляющее гарантии по важным для общества и экономики инфраструктурным проектам

- крупную инжиниринговую компанию, которая организует процесс строительства инфраструктурного объекта,
- эксплуатационную компанию, которая будет заниматься его управлением и эксплуатацией, а также
- иных крупных частных акционеров – обычно специальные фонды и банки.

Помимо акционерного капитала большое значение для финансирования инфраструктурного проекта имеет заемный капитал, который обычно составляет от 70 до 90% всего капитала проектной компании. В качестве кредиторов могут быть привлечены крупные коммерческие банки, специальные банки развития, инфраструктурные банки, однако наиболее интересной формой привлечения заемных средств может выступать выпуск инфраструктурных облигаций, позволяющих привлечь значительные объемы финансовых ресурсов по меньшей стоимости.

С учетом задач государства в области развития инфраструктуры основной целью развития инфраструктурных облигаций как инструмента финансирования инфраструктурных проектов является снижение стоимости финансирования и увеличение объемов привлечения финансовых ресурсов.

Достижение данной цели возможно за счет совместных действий государства, формирующего соответствующую правовую среду, и организаторов выпусков инфраструктурных облигаций, перед которыми ставятся 3 основные задачи:

1) разработка такой структуры займа и определение таких его условий, которые с учетом особенностей финансируемого проекта позволят привлечь наибольшие объемы финансовых ресурсов по наименьшей стоимости (подробнее см. 2.1)

2) Оценка эффективности инвестиций в инфраструктурный проект и определение оптимальной структуры капитала проектной компании (подробнее см. 2.2)

3) Разработка механизма распределения доходов и рисков между всеми заинтересованными участниками проекта, а именно государством, акционерами и держателями облигаций (подробнее см. 2.3)

4) Определение целевой группы инвесторов и повышение инвестиционной привлекательности выпусков инфраструктурных облигаций (подробнее см. 2.4)

Решение данных задач позволит, с одной стороны, сделать инфраструктурные облигации интересным для инвесторов финансовым инструментом, а с другой - эффективным способом привлечения финансовых ресурсов в инфраструктурные проекты. Вкупе это даст возможность повысить объемы и снизить стоимость финансирования инфраструктурных проектов и оказать положительное воздействие на развитие инфраструктуры страны (региона).

1.3. Примеры и варианты использования инфраструктурных облигаций

Большие возможности структурирования займа, включающего выбор типа инфраструктурных облигаций, эмитента, источника их погашения, определение других ключевых условий выпуска, разработка механизма

распределения доходов и рисков проекта позволяет использовать выпуск инфраструктурных облигаций для привлечения финансирования для практически любого инфраструктурного проекта, делая их, таким образом, универсальным инструментом финансирования инфраструктурных проектов

Весь спектр инфраструктурных проектов можно условно разделить на две большие группы, предполагающие принципиально различные подходы к их финансированию. К первой группе относятся инфраструктурные проекты, основной целью реализации которых является повышения уровня жизни населения и (или) улучшения условий ведения экономической деятельности, однако не способных генерировать денежные потоки, сопоставимые с инвестициями в строительство (модернизацию) соответствующих объектов инфраструктуры. Стоит, однако, иметь в виду большую социальную значимость таких проектов, а также размер косвенных доходов (снижений потенциальных будущих расходов⁷), получаемых ключевыми инвесторами от их реализации. Так улучшение качества жизни за счет, например строительства современной больницы, способствует росту налоговых доходов государства⁸.

К числу такого рода инфраструктурных проектов относятся строительство и модернизация объектов социальной инфраструктуры (школы, университеты, детские сады, больницы), объектов благоустройства (парки, скверы), объектов культуры (театры, музейные комплексы, концертные площадки), объектов гражданской безопасности (системы защиты от наводнений, ураганов и землетрясений) и ряда иных проектов.

⁷ Эффективная система защиты от наводнений позволяет избежать значительных расходов на восстановление разрушенных районов

⁸ Строительство больницы улучшает качество жизни населения, снижает уровень заболеваемости, повышает общую производительность труда, снижает эмиграцию наиболее активной части населения и, наоборот, способствует привлечению человеческого капитала из других регионов. В конечном итоге, это приводит к росту налоговых доходов соответствующих бюджетов. Одним из значительных стимулов улучшения среды обитания в городах является введение механизма расчета налога на имущество физических лиц от рыночной стоимости объекта недвижимости, которая при прочих равных условиях напрямую зависит от качества жизни и комфортности среды обитания.

Интересным вариантом применения инфраструктурных облигаций может быть подготовка инженерных систем и иной инфраструктуры на специальных промышленных площадках и предоставление их для реализации инвестиционных проектов (включая строительство производственных объектов, создание исследовательских центров, логистических терминалов ит.п.) в аренду компаниям (на льготных условиях). Возвратность инвестиций и погашение облигаций обеспечиваются дополнительными налоговыми доходами от развития проектов на данной территории, а также арендных и иных платежей от компаний-арендаторов. Таким образом, имеется возможность значительно повысить инвестиционную привлекательность региона, стимулировать рост экономики и занятости, а также созданию новых отраслей без значительных бюджетных расходов. Наличие публичного контроля не только способствует быстрой и менее затратной реализации проекта, но и повышает привлекательность таких специальных зон для иностранных и местных компаний.

Погашение облигаций, выпущенных с целью финансирования таких проектов, производится за счет средств бюджетов и поступлений от коммерческого использования этих инфраструктурных объектов.

Вторую группу инфраструктурных проектов образуют проекты строительства объектов инфраструктуры, эксплуатация которых способна генерировать достаточные для покрытия, по крайней мере, большей части капитальных затрат. То есть помимо выполнения своей социальной и общеэкономической роли⁹, данные проекты имеют также и значительную коммерческую составляющую, и поэтому их погашение, как правило, обеспечено денежными потоками, генерируемыми самим проектом.

К числу таких проектов относятся строительство платных автомобильных дорог, объектов коммунального хозяйства, железных дорог и аэропортов.

⁹ Платные дороги также способствуют улучшению условий ведения бизнеса в регионе (снижение транспортных расходов, расширение потенциальных рынков сбыта ит.п.) и качества жизни (возможность более быстрого передвижения между регионами ит.п.)

1.4. Потенциальные преимущества инфраструктурных облигаций над иными формами финансирования инфраструктурных проектов.

Как было сказано выше, инфраструктурные проекты могут иметь довольно сложную и диверсифицированную структуру финансирования, включающую акционерный капитал частных инвесторов, государственные инвестиции, банковское кредитование, а также средства, привлеченные посредством выпуска инфраструктурных облигаций. Каждый из указанных видов финансирования играет свою важную роль в успешной реализации инфраструктурных проектов, большинство которых объединяет два-три, а иногда и все четыре способа привлечения финансовых ресурсов.

В силу относительной новизны, отсутствия широкого опыта применения и соответственно недостаточного понимания механизма работы и преимуществ использования облигаций для привлечения финансовых ресурсов в инфраструктурные проекты выпуск инфраструктурных облигаций является наименее распространенным способом финансирования инфраструктурных проектов.

Идеей развития механизмов частного финансирования инфраструктуры являлось снижение расходов государственных и муниципальных бюджетов при сохранении имеющихся темпов развития инфраструктуры, либо существенное увеличение инвестиций в инфраструктуру без создания значительной дополнительной нагрузки на соответствующие бюджеты. Данная идея при попытке ее практического приложения сводится к двум задачам:

- 1) увеличение доли частного капитала в структуре финансирования инфраструктурных проектов
- 2) снижение стоимости привлечения частного капитала

На протяжении последних 20-30 лет, когда механизм частного финансирования инфраструктуры активно развивался в ряде развитых и развивающихся стран, основным способом привлечения финансовых ресурсов являлась комбинация акционерного и банковского финансирования (в пропорции примерно 20:80¹⁰) и довольно успешно решал свои задачи, однако масштаб необходимых инвестиций в инфраструктуру неуклонно растет и требует развития и более широкого внедрения дополнительных способов финансирования. Не пытаясь доказать необходимость отказа от одного из традиционных источников финансирования¹¹, ниже мы рассмотрим ключевые потенциальные¹² преимущества инфраструктурных облигаций.

Ключевыми отличиями инфраструктурных облигаций от иных способов финансирования инфраструктурных проектов являются заложенные в самой их сущности публичная обращаемость и дробность инвестиций. Фактически это означает ликвидность инвестиций, наличие публичного контроля реализации проекта, доступность для более широкого круга инвесторов.

Возможность обращения на биржевом или внебиржевом рынке позволяет инвесторам выйти из финансирования проекта в случае возникновения такой потребности без существенных временных¹³ и финансовых потерь¹⁴, тем самым, делая инфраструктурные облигации единственным ликвидным инструментом финансирования инфраструктурных проектов. Данное свойство, во-первых, снижает риски

¹⁰ Без учета доли государства. Были проанализированы страны Ю.-В. Азии. Доля облигаций в среднем составляет около 8%, 12% акционерное финансирование, остальное – банковское кредитование. В большинстве исследованных стран облигации либо отсутствуют либо занимают совсем небольшую долю. Suk Hyun, Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino. Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia. JBICI Discussion Paper No. 15. July 2008

¹¹ И наоборот, считая данную меру невозможной в глобальном контексте, хотя и применимой в рамках отдельных проектов

¹² Реализация потенциальных преимуществ во многом зависит от выбора правильной структуры займа и определения условий выпуска

¹³ Быстрота выхода зависит от размера пакета и ежедневных оборотов

¹⁴ Продажа кредитного актива и крупной доли в акционерном капитале теоретически также возможна, однако осложнена юридическими вопросами, занимает довольно длительный срок и зачастую производится с некоторым дисконтом к справедливой стоимости

потенциальных инвесторов (можно быть относительно уверенным, что в случае необходимости вложенные средства можно будет вернуть и они не будут заморожены на длительный срок), а, следовательно, и стоимость привлечения средств, во-вторых, убирает один из ключевых барьеров на пути инвестирования в инфраструктуру – а именно необходимость отвлечения средств на очень длительные периоды, тем самым, предоставляя возможность для инвестирования инвесторам, обладающим сравнительно коротким инвестиционным горизонтом (значительно меньшим срока окупаемости инфраструктурных проектов).

Обращаемость инфраструктурных облигаций, вкупе с меньшим объемом финансовых средств, необходимых для участия в финансировании позволяют привлекать с их помощью средства значительно более широкого круга инвесторов. Приобретение инфраструктурных облигаций позволяет вложить свою часть ресурсов в финансирование инфраструктурных проектов небольшим частным инвесторам, страховым и пенсионным фондам, являющимся основными владельцами длинных денег в большинстве мировых экономик, инвестиционным фондам, в том числе не специализирующимся на инвестициях в инфраструктуру¹⁵, банкам, неготовым по ряду причин (недостаточный размер, отсутствие достаточных объемов длинных денег, отсутствие возможности брать соответствующие географические или отраслевые риски) кредитовать проектные компании. Таким образом, удастся значительно расширить потенциально доступный объем средств, которые могут быть использованы для финансирования развития инфраструктуры, а также снизить их стоимость (большой спрос ведет к снижению требуемой нормы доходности инвесторов).

Кроме того, выпуск инфраструктурных облигаций, как и других публичных¹⁶ инструментов, предполагает больший контроль реализации

¹⁵ Некоторые инвестиционные фонды, специализирующиеся на инвестициях в инфраструктурный сектор могут участвовать в формировании акционерного капитала проектных компаний, занимающихся развитием инфраструктуры

¹⁶ Доступные широкому кругу инвесторов

проекта со стороны инвестиционного сообщества, более высокие стандарты раскрытия информации (в т.ч. в части расходования средств, выбора поставщиков ит.д.¹⁷), управления и защиты окружающей среды. Вдобавок, наличие рыночной оценки стоимости облигаций может служить хорошим критерием эффективности реализации проекта, управленческих способностей менеджмента. Наличие в структуре держателей облигаций частных иностранных инвесторов, с одной стороны, приведет к сравнению качества управления проектом и соответствующих показателей эффективности с международными аналогами, что также должно положительно сказаться на реализации локальных проектов, с другой стороны, оно позволит в значительной степени ограничить политические риски проекта, включая отказ или изменение условий государственной поддержки, вызванное сменой политической конъюнктуры или иными неэкономическими причинами. В конечном итоге, публичный характер обращения инфраструктурных облигаций ведет к повышению эффективности реализации инфраструктурных проектов, снижению затрат, сокращению сроков строительства, повышению операционной доходности и качества предоставляемых услуг.

¹⁷ В силу недостаточно прозрачных процедур отбора поставщиков и формирования сметной стоимости строительства, а также расчета операционных издержек, государственные инвестиции в строительство инфраструктурных объектов зачастую приводят к неэффективному расходованию средств и значительно более высоким удельным капитальным и операционным затратам (в качестве примера здесь можно привести строительство футбольного стадиона в Санкт-Петербурге, сметная стоимость строительства которого неоднократно пересматривалась в сторону увеличения и на текущий момент значительно превышает стоимость строительства аналогичных объектов в других странах)

2. Инфраструктурные облигации как эффективный способ финансирования инфраструктурных проектов

Выше отмечались потенциальные преимущества инфраструктурных облигаций и положительные эффекты для развития инфраструктуры, которые могут быть достигнуты в случае более активного включения данного инструмента в структуру финансирования инфраструктурных проектов. Однако достижение подобных результатов возможно лишь при правильном структурировании облигационного займа, включая выбор типа инфраструктурных облигаций, определение ключевых условий выпуска (срок, сумма, валюта, площадка), разграничение доходов и рисков государства проектной компании, определение структуры капитала проектной компании и установление доходности по инфраструктурным облигациям. Кроме того, большое значение для успешности размещения играет правильное позиционирование выпуска, определение факторов его инвестиционной привлекательности и выбор потенциальных инвесторов.

Основным принципом, который должен лежать в основе структуры выпуска и ключевых условий, указанных выше, является обязательное их соответствие экономическим и иным особенностям проекта.

2.1. Разработка структуры и определение ключевых условий выпуска инфраструктурных облигаций.

Структура выпуска инфраструктурных облигаций

Под структурой выпуска инфраструктурных облигаций в данной работе понимаются базовые параметры выпуска, а именно эмитент, тип и источники погашения облигаций.

Все инфраструктурные облигации можно условно разделить на 3 группы по типу эмитента.

Выпускаемые от лица государства (государственного агента, муниципалитета).

Такие облигации, как правило, являются облигациями под общие гарантии (General Obligation Bonds), наиболее подходящими для финансирования проектов, основной поток экономических благ от которых приходится на рост доходов бюджета, а не на прямые денежные потоки от проекта.

Впрочем, государство (муниципалитет) также может выпускать и доходные облигации (revenue bonds), обеспечением по которым будут служить доходы от конкретного налога, либо от налогов, полученных от определенного сектора экономики¹⁸.

Стоит отметить, что при реализации такого рода проектов также создается специальная компания, однако поступления от выпуска инфраструктурных облигаций поступают в нее не напрямую, а через соответствующий бюджет. Таким образом, капитал проектной компании состоит из акционерных взносов государства (включая часть, полученную за счет выпуска инфраструктурных облигаций), частных инвесторов (если проект способен генерировать денежные потоки или создает дополнительные экономические выгоды компании-инвестору) и банковских кредитов (если проект способен генерировать денежные потоки).

При выпуске инфраструктурных облигаций от лица государства (муниципалитета) финансирование привлекается, как правило, для строительства не одного объекта, а под большую инвестиционную программу. В связи с этим большое значение имеет выбор оптимальной структуры этой программы, то есть включение в нее таких проектов, которые

¹⁸ Например, строительство рекреационных объектов или водоочистных сооружений вблизи пляжей способно повысить туристическую привлекательность региона и соответственно размер налогов, уплачиваемых предприятиями туристической отрасли. Таким образом, прирост этих налогов может быть указан в качестве обеспечения погашения инфраструктурных облигаций, поступления, от выплаты которых направлены на повышение туристической привлекательности региона.

в сумме способны генерировать достаточные для погашения облигаций денежные потоки и дополнительные налоговые поступления; равномерно распределены по срокам и размерам инвестиций, имеют некоторый синергетический эффект. При рассмотрении возможности инвестиций в такие инфраструктурные облигации инвесторы могут вынудить государство пересмотреть программу, отказавшись от ряда проектов и включив дополнительные. В связи с этим процесс обсуждения инвестиционной программы с ключевыми потенциальными инвесторами должен быть начат за достаточно долгое время до размещения. Кроме того, как говорилось выше при рассмотрении облигаций под общие гарантии, в ряде случаев выпуск инфраструктурных облигаций требует одобрения жителями региона на референдуме (как правило, в случае если источником выплат являются все доходы бюджета).

Выпускаемые от лица специально созданной проектной компании.

Данный тип облигаций наиболее подробно рассмотрен в данной работе и является классическим проявлением концепции частного финансирования инфраструктуры. Специально созданная проектная компания объединяет в своем капитале все источники финансирования проекта, отвечает за его реализацию, последующее управление и погашение всех обязательств, в том числе по инфраструктурным облигациям.

Источником погашения облигаций выступают доходы от реализации услуг финансируемым инфраструктурным объектом либо уже построенным инфраструктурным объектом, находящимся под управлением той же специально созданной компании или аффилированных с ней лиц.

Кроме простых инфраструктурных облигаций, имеется возможность выпуска инфраструктурных облигаций, конвертируемых в последствии в акции компании, занимающейся эксплуатацией инфраструктурного объекта.

Выпуск инфраструктурных облигаций специальным инфраструктурным фондом (банком).

Одним из ключевых преимуществ инфраструктурных облигаций над иными способами финансирования инфраструктурных проектов является публичная обращаемость и соответствующая ликвидность финансового инструмента. Однако объективные законы рынка капитала ставят ликвидность в прямую зависимость от размера выпуска и размера свободно обращаемой его части (free float). Таким образом, несмотря на большую потребность в финансировании небольших проектов, использование инфраструктурных облигаций для этих целей оказывается нецелесообразным в связи с ограниченным интересом инвесторов к выпускам небольших размеров.

Выходом из сложившейся ситуации является создание специальных инфраструктурных фондов, занимающихся финансированием и развитием инфраструктуры какого-либо региона либо определенных типов инфраструктурных объектов. Средства от выпускаемых от имени таких фондов инфраструктурных облигаций, затем направляются в акционерный капитал проектных компаний, реализующих небольшие инфраструктурные проекты. При этом структура капитала отдельных проектов может быть совершенно различной.

Источником погашения облигаций фонда является весь объем доходов фонда, либо, в случае если средства от выпуска облигаций направлены на развитие отдельно указанных в проспекте эмиссии проектов, то денежные потоки от всех перечисленных проектов. Такая схема позволяет снизить кредитные риски облигаций (по сравнению с облигациями, выпущенными для финансирования конкретного проекта) за счет большей диверсификации и большей надежности крупного (как правило, спонсируемого государством фонда). Недостатком такого подхода, однако, может являться отсутствие положительных эффектов, с точки зрения повышения эффективности реализации проектов, в связи с меньшим вниманием, уделяемым инвестиционным сообществом отдельным проектам.

Одним из наиболее ярких примеров использования такой схемы финансирования инфраструктурных проектов является Фонд городского развития Тамил Наду в Индии.

Большая потребность в развитии инфраструктуры была обнаружена Правительством Индии еще в конце 1980-х годов. Именно тогда начали разрабатываться различные механизмы эффективного финансирования инфраструктурных проектов. Одной из применявшихся в то время форм являлись так называемые муниципальные фонды развития, формировавшиеся по большей части исключительно за счет средств соответствующих бюджетов и перераспределявших их на различные проекты. Невысокая эффективность их работы вызывала необходимость поиска новых решений. Одним из наиболее удачных был позднее признан Фонд городского развития Тамил Наду (далее TNUDF) , созданный в 1996 году с целью развития городской инфраструктуры в индийском штате Тамил Наду за счет взносов правительства штата и трех ведущих финансовых институтов Индии. В отличие от своих предшественников в задачи данного фонда помимо распределения финансовых ресурсов входила также и их аккумуляция, основным механизмом которой стал выпуск облигаций. Выпускаемые первоначально под некоторые гарантии Правительства штата Тамил Наду, облигации TNUDF впоследствии стали выпускаться как доходные. Так, в 2002 году фондом были выпущены облигации, обеспеченные доходами от платной автомобильной дороги, что позволило значительно снизить стоимость финансирования.¹⁹

Схожие с инфраструктурными фондами функции выполняют так называемые инфраструктурные банки, выдающие кредиты для реализации инфраструктурных проектов, а затем выпускающие облигации, обеспеченные пулом кредитных активов. Так, в Индии большую роль в

¹⁹ С 15.5% годовых, под которые был первоначально привлечен банковский кредит, до 12.25%. Venkatachalam Pritha. Innovative Approaches to Municipal Infrastructure Financing: A case study on Tamil Nadu, India. Development Studies Institute of London School of Economics and Political Science Working Paper. London, 2005.

финансировании инфраструктуры играют два крупных инфраструктурных банка, рефинансирующие свои кредитные активы посредством выпуска инфраструктурных облигаций: ICICI Bank, выпускающий Tax-saving bonds, и IDBI, выпускающий Flexibonds.

Валюта.

Одним из ключевых условий любого займа, в том числе облигационного, является валюта, в которой он совершен. У эмитента имеется три принципиально разные возможности решения данного вопроса: номинирование в национальной валюте или в одной из ведущих мировых валют, а также диверсифицированный по валюте заем.

В первом случае эмитент будет лишен необходимости управлять валютными рисками в силу совпадения валюты притока денежных средств и их оттока на погашение облигации. Однако зачастую в странах с недостаточно сильно развитым внутренним рынком капитала либо вовсе невозможно привлечь достаточные объемы финансовых ресурсов в национальной валюте, либо их стоимость оказывается значительно выше в сравнении с займами в иностранной, что обусловлено различиями в процентных ставках, уровнях инфляции и рядом других макроэкономических факторов.

В этом случае для эмитента оказывается значительно выгоднее привлечь финансовые ресурсы на международном рынке капитала, номинировав облигации в одной из ведущих мировых валют (в большинстве случаев доллар США, евро и японская йена), или на другом зарубежном рынке, номинировав облигации в соответствующей валюте. Более развитый рынок капитала позволяет привлечь большие объемы финансовых ресурсов и по меньшей стоимости, однако данный способ приводит к возникновению валютных рисков, управление которыми довольно сложно и дорого.

В отсутствии единственно верного решения касательно валюты облигационного займа представляется весьма перспективной идея

диверсификации займов по валюте в соответствии со структурой потенциального спроса. Так в рамках конференции в Вашингтоне, посвященной механизму государственно-частного партнерства в инфраструктуре, описывался выпуск мультивалютных инфраструктурных облигаций в Таиланде. Весь объем займа был разбит на три части. Первая часть была номинирована в тайских батах и была рассчитана на местных инвесторов, вторая, предназначавшаяся для японского рынка капитала, была номинирована, соответственно, в йенах, а третья, номинированная в долларах, была приобретена прочими иностранными инвесторами.²⁰ Таким образом, удалось привлечь необходимые финансовые ресурсы по более низким ставкам и при этом диверсифицировать собственные валютные риски.

Срок

Определение срока обращения инфраструктурных облигаций напрямую связано с выбором стратегии финансирования, которые можно условно разделить на две группы.

1. Использование средств, привлекаемых за счет выпуска инфраструктурных облигаций в течение всего срока реализации проекта. Средства, привлеченные за счет выпуска инфраструктурных облигаций используются на протяжении всего срока реализации проекта – подготовительные этапы, строительство, эксплуатация. В этом случае, соответственно, срок обращения облигаций должен совпадать со сроком реализации проекта – от его начала до момента окупаемости.

2. Использование инфраструктурных облигаций лишь на определенном этапе реализации проекта. Так, рефинансирование завершенного проекта за счет выпуска инфраструктурных облигаций

²⁰ Nishizawa Toshiro, Yoshino Naoyuki. Effectiveness of Infrastructure Investment and Revenue Bond. Presentation at Public-Private Partnerships in Infrastructure Days organized by World Bank Institute. Washington, D.C., 2008.

позволяет значительно снизить стоимость финансирования за счет устранения строительных рисков.

В таком случае облигации выпускаются уже после завершения строительства и их погашение обеспечивается денежными потоками, генерируемыми объектом инфраструктуры. В тоже время средства, полученные от выпуска, направляются на реализацию других проектов (как правило, тем или иным образом дополняющие имеющийся инфраструктурный объект). Данная схема, кроме того, позволяет устранить строительные риски (риски, связанные с увеличением сроков и стоимости строительства).²¹ Такая схема, как правило, применяется при выпуске инфраструктурных облигаций от лица специализированных фондов, имеющих определенный портфель проектов либо при наличии нескольких стадий реализации проекта. В данном случае срок обращения может быть любым и зависит от потребностей проектной компании (государства) в финансировании прочих проектов (и соответственно суммы, которая требуется для рефинансирования), денежных потоков проекта и других факторов.

Размер выпуска

Объем выпуска инфраструктурных облигаций определяется двумя ключевыми факторами:

- Потребностью в финансовых ресурсах и структурой финансирования проекта (соотношение долей государства, частных инвесторов, банковского кредитования и инфраструктурных облигаций)
- Возможностями привлечения необходимого объема средств по определенной ставке на определенный срок с учетом рисков и доходности проекта и текущих рыночных условий

²¹ Подробнее см. Механизм распределения рисков и доходов

Как правило, организаторы выпуска еще до официального начала подписки (посредством встреч с потенциальными инвесторами, рассказах о финансируемом проекте, но без раскрытия ряда ключевых условий) способны примерно оценить спрос на бумаги данного выпуска и соответственно оптимальный размер выпуска.

Площадка для размещения.

Выбор биржевой площадке во многом определяется валютой выпуска, а также целевой группой инвесторов. Кроме того, большое значение имеет наличие на данной бирже других ценных бумаг инфраструктурного сектора (инфраструктурных облигаций и акций компаний инфраструктурного сектора) и общее понимание и знание инвесторами данного бизнеса.

Доходность облигаций

Доходность облигаций рассчитывается исходя из требований минимальной доходности с учетом механизмов распределения доходов и рисков и старшинства инфраструктурных облигаций среди иных обязательств проектной компании, а также текущей и прогнозной рыночной ситуации (подробнее о расчете минимальной доходности по инфраструктурным облигациям – см. 2.2)

Купонные платежи

Периодичность и размер купонных выплат определяются денежными потоками проекта, потребностью в финансировании и уровнем доходности. В связи с длительностью строительства многих объектов инфраструктуры первые выплаты купонов по ним обычно переносятся на более поздние сроки (к началу эксплуатации объекта и соответственно первым положительным денежным потокам от проекта). В то же время сравнительно небольшие операционные издержки эксплуатации инфраструктурных объектов и

соответственно высокий уровень рентабельности позволяют осуществлять более высокие купонные платежи после запуска объекта.

Доходы инфраструктурных объектов, как правило, имеют прямую зависимость от инфляции, так как тарифы в большинстве случаев ежегодно индексируются на индекс потребительских цен в стране. В связи с этим имеется возможность создания на основе инфраструктурных облигаций финансового инструмента с защитой от инфляции путем привязи размера купонных платежей к уровню инфляции.

Возможность предъявления к досрочному выкупу.

Условиями выпуска инфраструктурных облигаций могут быть предусмотрены ситуации, при которых они могут быть предъявлены к обязательному выкупу. Целью установления таких условий является гарантия сохранения исходных параметров размещения, в том числе распределения рисков между государством и проектной компанией, а также стимулирование эффективной реализации проекта, в том числе сроков и стоимости строительства. Обязательством выкупа инфраструктурных облигаций у держателей, как правило, наделяют ту сторону, которая ответственна за возникновение ситуации, приведшей к обязательному выкупу. Так, при срыве сроков строительства ответственность возникает у акционеров проектной компании, ответственных за непосредственную реализацию проекта, а при изменении норм государственного регулирования, оказывающих значительное воздействие на успешность проекта – у государства. Так при реализации проекта Vina Istra (платная автомагистраль в Хорватии) обязательный выкуп в размере 101% от номинала должен был быть произведен в случае превышения стоимости строительства более чем на 30 млн. евро.²²

²² Adam Nicolopoulos. Innovative financing techniques: Project Bonds. The first infrastructure bond in Central and Eastern Europe. UBS Presentation, 2004. (Available at http://www.moscowdebt.ru/common/en/conference_and_roundtables/conference/2004/Regions2004/RCRConf17052004_Panel1_UBS.pdf)

2.2. Оценка эффективности инвестиций в инфраструктурные проекты и определение оптимальной структуры капитала проектной компании.

Как говорилось выше, большинство инфраструктурных проектов реализуется специально созданной проектной компанией, капитал которой условно можно разделить на 4 части:

- 1) доля государства
- 2) крупные частные инвесторы
- 3) банковский заемный капитал
- 4) средства, привлеченные за счет выпуска инфраструктурных облигаций

Каждая из указанных групп имеет свои особенные причины для участия в финансировании инфраструктурного проекта и соответствующим образом оценивает эффективность своих инвестиций. Одной из основных и первоочередных задач при организации финансирования инфраструктурного проекта является определение структуры капитала проектной компании (то есть определение доли каждой из указанных групп в общем объеме финансирования проекта) с учетом задач и возможностей каждой из групп. Кроме того, понимание и оценка задач и требований к риску и доходности каждой из групп позволит нам определить потенциальный уровень доходности по инфраструктурным облигациям и, соответственно, возможность и целесообразность их использования при финансировании данного инфраструктурного проекта.

Государство.

Оценка эффективности

При оценке эффективности инвестиций государства в инфраструктурные проекты стоит помнить, что основной его целью при их

осуществлении является развитие инфраструктуры соответствующего региона, влекущее за собой:

- улучшение качества жизни населения (повышение качества коммунального обслуживания, быстрота и удобство передвижения по городу и между городами, культурное развитие, улучшение качества образования и здравоохранения и др.)
- создание благоприятных условий для организации и развития бизнеса в регионе:
 - снижение транспортных расходов
 - доступ к новым рынкам
 - возможности для расширения производства
 - доступ к более квалифицированной и производительной рабочей силе
 - увеличение внутреннего спроса

Реализация данных целей помимо выполнения социальной роли государства имеет также и экономическую целесообразность, находящую выражение в повышении уровня налоговых доходов соответствующих бюджетов. Так, повышение уровня жизни проявляется в более высоких средних доходах населения за счет повышения образования и квалификации имеющегося населения, иммиграции (или снижение эмиграции) высококвалифицированных специалистов, увеличение средней продолжительности жизни населения и производительности рабочих, что в конечном итоге положительно сказывается на объеме поступлений в бюджет средств подоходного налога.

Создание благоприятных условий ведения бизнеса в регионе способно оказать еще больший экономический эффект. Так, улучшение транспортной инфраструктуры снижает транспортные расходы компаний, высвобождая денежные средства на развитие либо деляя продукцию более конкурентоспособной, снижает время доставки, ускоряет оборачиваемость оборотных активов. Кроме того, создание качественных автодорог позволяет

усилить экономические связи регионов, выйти компаниям на новые рынки сбыта. Все эти положительные для бизнеса эффекты транслируются в дополнительные налоговые доходы соответствующих бюджетов (рост налога на прибыль, НДС, рост занятости и соответственно подоходного налога, налога на землю, имущество ит.д.).

Таким образом, строительство или модернизация объектов инфраструктуры позволяют государству получать не только прямые доходы (распределение прибыли от реализации инфраструктурных услуг проектной компанией), но и косвенным образом повышать возвратность инвестиций через увеличение налоговых доходов бюджета. В связи с возрастающей важностью уровня развития инфраструктуры для граждан и компаний при выборе места жительства или развития бизнеса и соответственно увеличивающейся конкуренцией между регионами за человеческие ресурсы и ресурсы компаний, важность косвенных доходов оказывается все более значимой и требует более тщательного анализа при оценке эффективности инвестиций государства в инфраструктурные проекты.

Определение требований минимальной доходности

Учитывая политическую значимость развития инфраструктуры и общую социальную направленность современных государств, с одной стороны, и серьезные финансовые проблемы, с которыми пришлось столкнуться многим странам в последнее время, целесообразным считается установление для государственных вложений в инфраструктуру требования общей окупаемости инвестиций в инфраструктуру (внутренняя норма доходности, рассчитанная с учетом прямых и косвенных доходов, равная 0).

Крупные частные инвесторы

Оценка эффективности

Помимо государства (которое теоретически может не участвовать в финансировании проекта) акционерный капитал проектной компании

составляют крупные инвесторы, зачастую объединенные в некоторую группу (синдикат) и обыкновенно имеющие некоторый особый интерес в реализации конкретного инфраструктурного проекта, причинами которого могут выступать:

- непосредственное участие компании-инвестора в реализации проекта (разработка проекта, строительство, поставка ключевого оборудования, иная технологическая поддержка, управление объектом после завершения строительства)
- получение компанией-инвестором прямых положительных эффектов от объекта инфраструктуры (строительство автомобильной или железной дороги в район операций компании; строительство здания университета, в котором будут обучаться сотрудники компании; модернизация системы водоснабжения с подключением к производственным мощностям компании и т.п.)

Экономические эффекты получения дополнительных заказов для строительных и инжиниринговых компаний²³, а также снижения издержек (роста доходов) компаний, непосредственно пользующихся услугами объекта инфраструктуры, должны быть учтены при оценке эффективности их инвестиций в инфраструктурный проект.

Определение требований минимальной доходности

Требования минимальной доходности могут отличаться в зависимости от профиля деятельности компании, ее размера и стадии развития, однако, в связи с тем, что крупные инвесторы, как правило, участвуют в инфраструктурных проектах в форме некоторого синдиката, требуемый уровень доходности определяется на групповом уровне (некоторая средняя величина, устраивающая все стороны). Стоит отметить, что в данной

²³ Объем заказов является одним из основных факторов стоимости такого рода компаний

величине должны быть учтены косвенные доходы, получаемые компаниями-инвесторами от реализации проекта²⁴.

Банковское кредитование

Оценка эффективности

Как известно, в основе банковского кредитования лежат принципы возвратности, срочности и платности, причем платность (а точнее ее количественная оценка) во многом является функцией от степени обеспечения возвратности заемных средств и срока кредитования (другим важным фактором здесь является стоимость привлечения финансовых ресурсов банком).

Таким образом, требуемая банками норма доходности на инвестиции в инфраструктурные проекты (в форме кредита) зависит от используемых механизмов разделения рисков и доходов между государством и проектной компанией, размера и качества обеспечения, старшинством займа²⁵, сроком кредитования и стадией, на которой оно осуществляется²⁶, а также ресурсной базы банка, заинтересованности его акционеров в реализации конкретного инфраструктурного проекта²⁷ и нормативных требований по созданию резервов по такого рода активам.

Определение требований минимальной доходности

В общем случае формула расчета требуемой доходности по банковским кредитам будет выглядеть следующим образом:

²⁴ То есть требуемая норма доходности от проекта (денежные доходы, получаемые компанией напрямую от денежных потоков, генерируемых объектом инфраструктуры) = требуемая норма доходности инвестиций для компании – норма доходности от косвенных доходов, полученных в результате реализации проекта

²⁵ Очередность погашения обязательств компании при банкротстве

²⁶ Средства, привлеченные на более ранней стадии реализации проекта, как правило, дороже в силу более высоких рисков успешности завершения проектов и его способности генерировать достаточные для погашения займа денежные потоки

²⁷ При осуществлении кредитования банком, тем и или иным образом аффилированным или близким к компаниям (или государству), заинтересованным в реализации проекта и способным извлечь из него экономические выгоды, анализ эффективности и определение требуемой доходности должно учитывать данные экономические выгоды

НДтреб = Стоимость привлечения финансовых ресурсов банком на соответствующий период – удельные экономические выгоды на объем финансирования + риск невозврата средств²⁸ + требуемая норма прибыли + затраты, связанные с созданием резервов по данному типу активов

2.3. Механизм распределения доходов и рисков

Как уже говорилось выше, выпуск инфраструктурных облигаций является одной из форм осуществления частного финансирования инфраструктуры, в общем случае подразумевающего замещение части (или всего объема) государственных вложений в развитие инфраструктуры частными и тем самым предполагающее некоторую совместную деятельность частной компании и государства (муниципалитета, государственного агента). Согласно законам экономической теории, любое совместное предприятие требует предварительного разграничения степени участия сторон как в доходах предприятия, так и в принятии на себя его рисков.

Ключевым принципом, применяемым в большинстве случаев при разделении рисков совместных предприятий и обеспечивающим наибольшую экономическую эффективность, является передача риска той, стороне, которая способна наилучшим образом им управлять. В приложении к инфраструктурным проектам данный принцип разбивается на три составляющие:

- Риски, связанные с государственным регулированием, должны быть полностью приняты на себя государством. Частный инвестор не способен ни в коей мере

²⁸ Рассчитанный как отношение наиболее вероятного размера потерь (объем кредитования за вычетом стоимости активов, подлежащих распределению банку при банкротстве проектной компании или размер потерь с учетом временной стоимости денег при несвоевременном погашении кредита и процентов по нему) к размеру кредита. Размер потерь определяется как наиболее вероятный при рассмотрении всех сценариев развития проекта с учетом их вероятности, определяемой, как правило, экспертным путем или на основе реализованных или находящихся в стадии реализации проектов.

управлять данными рисками, а потому их передача ему не отразится на эффективности реализации проекта, однако приведет к увеличению требований по доходности и, следовательно, увеличению стоимости частного капитала

- Риски на микроуровне (связаны с операционным управлением, стоимостью и сроками строительства, операционными расходами и т.п.) – должны быть либо поделены между государством и частным инвестором, либо полностью переданы частному инвестору. Считается, что частный инвестор способен обеспечить более эффективное управление по сравнению с государством, а потому такая передача рисков вызовет снижение затрат (операционных и капитальных), соблюдение сроков реализации проекта и, следовательно, более высокий уровень отдачи на вложенный капитал

- Внешние риски, влиять на которые не может ни одна из сторон (валютные, инфляционные, риски цен на биржевые товары и т.п.). Распределение данных рисков должно осуществляться на пропорциональной основе либо передаваться третьим сторонам за счет использования механизмов хеджирования.

При практической реализации инфраструктурных проектов участники сталкиваются с тремя ключевыми группами проблем, решение которых требует разграничения доходов и рисков: необходимость обеспечения минимального уровня денежных потоков, обеспечивающего покрытие больших капитальных вложений; необходимость соблюдения сроков и стоимости строительства; необходимость повышения доходности инфраструктурных проектов для частных инвесторов.

Как уже обсуждалось выше, инвестиционные решения, как правило, базируются на некоторой финансовой модели, в основе которой лежит расчет

денежных потоков, генерируемых финансируемым объектом инфраструктуры. В основу данных расчетов положен ряд допущений и условий, касающихся цены предоставляемых объектом услуг, объема потребления этих услуг (спроса), а также операционных затрат. Отклонение фактических значений заложенных в модель параметров от запланированных очевидным образом скажется на его доходности и привлекательности для инвестора. Учитывая масштаб инвестиций, их долгосрочность, а зачастую и отсутствие полной прозрачности и прогнозируемости не только значений этих параметров в будущем, но и самого механизма их изменения и лежащих в основе изменений фундаментальных факторов, государство (муниципалитет), ставящие одной из своих задач привлечение частных инвестиций в инфраструктуру должно разработать механизм, повышающий уверенность инвестора в отсутствии значительных, не поддающихся прогнозированию изменений ключевых предпосылок его модели. Фактически, целью данного механизма становится определение некоторого минимального уровня денежных потоков от проекта, который должен быть тем или иным образом обеспечен инвестору при условии достижения им некоторой эффективности управления объектом²⁹, и его обеспечение государством (муниципалитетом). Таким образом, во-первых, повышается инвестиционная привлекательность проекта, так как инвестор в некоторой степени защищен от влияния факторов, управлять которыми он не способен, а также стимулируется повышение эффективности реализации проекта со стороны частных инвесторов и разработка эффективной системы регулирования инфраструктурного сектора со стороны государства. Подробнее о механизмах, применяемых государством и частными инвесторами для разграничения своих рисков и решения поставленных проблем ниже.

²⁹ То есть гарантируется минимальный поток, который был бы получен при условии, что значения других факторов примут значения, соответствующие нормальной эффективности реализации проекта.

В силу относительно невысоких операционных и высоких капитальных затрат и соответствующего эффекта операционного рычага, спрос на производимые объектом инфраструктуры услуги оказывается одним из ключевых факторов успешности проекта и окупаемости инвестиций. Цена, наличие конкуренции, качество предлагаемых услуг, а также ряд экономико-географических факторов (перспективы развития региона, демография, миграционные процессы ит.п.) способны оказать существенное влияние на итоговый размер спроса (для каждого конкретного проекта влияние и важность указанных факторов будет различаться). В мировой практике выработано два основных подхода к разделению подобных рисков между государством и частными инвесторами, различие между которыми базируется на возможности учета различных факторов риска.

Разделение общего риска, связанного с недостаточностью спроса на соответствующие услуги, между государством и частным инвестором в силу большей простоты применения и отсутствия необходимости выделять и анализировать различные факторы риска является наиболее популярным подходом к решению данной проблемы. И хотя конкретные механизмы могут отличаться от проекта к проекту, можно разработать универсальный алгоритм определения размера гарантии, предоставляемой государством (ниже представлен алгоритм, изначально разработанный аналитиками Всемирного Банка³⁰ для проектов платных дорог и для целей данной работы адаптированный для всех типов инфраструктурных проектов).

1. Анализ предыдущего опыта реализации подобных проектов в том же регионе или в других (желательно схожих) с точки зрения имеющегося спроса и генерируемых денежных потоков, выявление ключевых факторов спроса.

³⁰ Cledean Mandri-Perrott. Mobilizing Private Capital and Management into Infrastructure Development. Workshop, PPP in Highways, Latvia May 9th 2006

2. Разработка на основе результатов предыдущего этапа³¹ модели спроса на услуги, производимые объектом инфраструктуры, с учетом различных факторов исходя из заданного уровня тарифа.

3. Построение модели зависимости денежных потоков проекта от спроса с учетом государственных компенсаций.

4. Определение минимально необходимого уровня государственных гарантий для обеспечения приемлемого уровня доходности и риска проекта.

5. Подсчет ожидаемых гарантийных выплат на основе различных прогнозных сценариев, разрабатываемых с учетом имеющихся факторов риска.

6. Определение метода предоставления гарантии: единовременное внесение суммы гарантии или ежегодные гарантийные выплаты.

7. В случае единовременного внесения суммы гарантии осуществляется дисконтирование будущих гарантийных выплат для определения размера предоставляемой гарантии.

Второй метод распределения рисков спроса базируется на разделении общего риска на несколько составляющих – факторов риска, ответственность за которые распределяется между сторонами. Некоторые из них проявляют себя на макроуровне вне зависимости от деятельности управляющей проектом компании. Такими факторами являются экономико-географические (например, разработка месторождений в районе строительства автомобильной дороги повышает интенсивность ее использования), политические, демографические (например, сокращение населения города снижает спрос на услуги коммунального хозяйства). Управление такими рисками и соответствующая ответственность, как правило, возлагается на государство (муниципалитет). Практически, это означает, что государство должно будет возместить денежные потоки, сокращающиеся в результате

³¹ Необходимо совершение некоторых корректировок для учета различий между проектами и условиями их реализации

действия указанных факторов (их изменение по сравнению с запланированными изначально).

Риски, возникающие в ходе реализации проекта на микроуровне (например, неудачная проектировка въездов на платную трассу приводит к ограничению движения по ней и соответствующему снижению денежных потоков), согласно описанным выше принципам не компенсируется государством, а делятся в определенной пропорции между всеми участниками проекта.

Особый интерес представляет вопрос конкуренции. Несмотря на распространенное мнение о значимости и необходимости конкуренции для повышения эффективности работы компаний, для многих инфраструктурных объектов до сих пор даже в развитых странах поддерживается монопольное положение. Согласно теории минимизации общественных затрат, монопольное положение в отрасли должно сохраняться до тех пор, пока потенциальные для общества выгоды от введения конкуренции не начнут перекрывать создаваемые монопольным предприятием эффект масштаба, позволяющий производить крупной компании тот же объем товаров и услуг при меньших общественных затратах.

В применении к инфраструктурным проектам, появление сопоставимых по размеру и качеству предоставляемых услуг конкурентов означает снижение спроса и соответствующее значительно сокращение денежных потоков, генерируемых объектом инфраструктуры. В связи с этим, при выпуске инфраструктурных облигаций государство или муниципалитет зачастую принимают на себя управление рисками конкуренции, реализуемое путем ограничения³² или усложнения (например, путем повышения

³² Особенности национального права, обусловленные, в том числе и социальной политикой, налагают определенные ограничения на действия Правительства в данном вопросе. Так, законодательство большинства стран обязывает предоставлять гражданам возможность добраться из города А в город Б по бесплатным автодорогам в случае если строится платная магистраль А-Б, что обеспечивает свободу передвижения всех категорий граждан в независимости от их достатка. Однако данная норма зачастую приводит к отказу от строительства платных дорог. Поэтому многие инвесторы и инфраструктурные компании выступают за смягчение данной нормы в части отказа от ее применения при строительстве дорог по направлениям, где отсутствует имеющийся бесплатный аналог.

определенных стандартов и соответственно удорожания) процедуры строительства и эксплуатации конкурирующих объектов инфраструктуры³³. В случае невозможности данных действий или необходимости принятия решения о реализации конкурирующего проекта (например, автодороги полностью или частично аналогичной по направлению с платной дорогой) возможна также компенсация выпадающих денежных потоков.

Другим эффектом монопольного характер объектов инфраструктуры и отсутствия рынка услуг, им предоставляемых, а также необходимости выполнения социальной функции является применение особого механизма ценообразования. Тарифы или жесткие механизмы их расчета, устанавливаемые соответствующими регулирующими органами, позволяют разрешить имеющиеся объективные противоречия, в идеале в равной степени удовлетворяя интересы общества (приобретение услуг по доступной цене населением и предприятиями), государства (социальная стабильность, поддержание конкурентоспособности национальных предприятий) и инфраструктурных компаний (компенсация операционных затрат). При таком подходе (когда тариф компенсирует лишь операционные затраты), все расходы на строительство и модернизацию объектов инфраструктуру ложатся на государство.

Очевидно, что переход к частному финансированию инфраструктуры требует также и других подходов к определению тарифов, позволяющих получать прибыль, учитывающих капитальные затраты и способствующих повышению эффективности работы объектов инфраструктуры и качества предоставляемых услуг.

При этом возможно возникновение ситуации, когда рассчитанный по данной методике тариф превысит приемлемый для государства уровень³⁴. В

³³ Так, при выпуске инфраструктурных облигаций для финансирования модернизации системы водоснабжения и очистки в городе Быгдоц (Польша) администрация города гарантировала отмену практики выдачи разрешений на сооружение собственных глубоких колодцев и канализационных сооружений, тем самым, снижая риск потери части спроса (Suk Hyun, Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino. Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia. JBICI Discussion Paper No. 15. July 2008)

³⁴ Рассчитанный исходя из допустимых по мнению государства размеров затрат населения и предприятий на данный вид инфраструктурных услуг

данном случае компании, управляющей объектом инфраструктуры, из соответствующего бюджета компенсируется разность между установленным тарифом и экономически обоснованным. Стоит отметить, что порядок расчет справедливого уровня тарифа и компенсации должен быть детально описан в проспекте выпуска инфраструктурных облигаций и подлежать изменению только при согласии и на условиях, которые примут держатели.

Поддержание определенного размера прибыли инфраструктурного проекта возможно и путем компенсации государством части издержек объекта инфраструктуры (как правило, из числа тех, которые с трудом контролируются управляющей компанией проекта). Такая схема успешно применялась при реализации проекта Vina Istra (строительство сети платных автомобильных дорог в Хорватии)³⁵.

Технологическая сложность и масштабность многих инфраструктурных проектов порождают еще одну группу рисков, оказывающих значительное влияние на успешность реализации инфраструктурных проектов и на их доходность, а именно строительные риски. Практическим их проявлением является срок реализации проекта и его стоимость.

Сдвиг сроков реализации проекта приводит к изменению схемы денежных потоков от проекта (первый положительный поток сдвигается на определенное время) и может привести к необходимости увеличения срочности инфраструктурных облигаций (чтобы избежать дефолта по облигациям). Кроме того, влияние фактора временной стоимости денег снижает доходность проекта, а соответственно и базирующихся на нем облигаций.

Увеличение сроков строительства также выступает одной из причин удорожания проекта, наряду с ростом стоимости материалов и рабочей силы,

³⁵ Adam Nicolopoulos. Innovative financing techniques: Project Bonds. The first infrastructure bond in Central and Eastern Europe. UBS Presentation, 2004. (Available at http://www.moscowdebt.ru/common/en/conference_and_roundtables/conference/2004/Regions2004/RCRConf17052004_Panel1_UBS.pdf)

некачественный расчет сметной стоимости (неверная оценка стоимости выкупа земли, неверный учет планируемого объема работ), плохая организация процесса закупок, непредвиденные затраты и другие.

Как правило, строительные риски при инфраструктурных проектах перекладываются на частных инвесторов, однако имеется возможность снижения строительных рисков для держателей облигаций за счет выпуска инфраструктурных облигаций для финансирования подобных проектов не на начальной стадии реализации проекта, а лишь тогда, когда будут достаточно точно определены сроки и стоимость строительства. Это позволит повысить привлекательность облигаций и, соответственно, снизить стоимость привлечения капитала. Данная схема была достаточно успешно применена в Индии при выпуске Maduarai Municipal Corporation Revenue Bond³⁶ для окончательного завершения проекта уже построенной и запущенной кольцевой автодороги, а также рефинансирования взятых для ее постройки кредитов и привлеченных бюджетных средств. Отсутствие строительных рисков позволило в значительной степени снизить стоимость ресурсов и высвободить средства для реализации новых проектов.

При реализации упомянутого выше проекта Vina Istra был использован другой механизм распределения строительных рисков. Государство гарантировало покрытие дополнительных расходов на строительство лишь в размере 30 млн. евро при общей стоимости проекта 428 млн., из которых 210 были привлечены за счет выпуска инфраструктурных облигаций. По сравнению с механизмом отложенного привлечения частного финансирования это позволяет снизить нагрузку на бюджет, а также повысить эффективность управления реализацией проекта³⁷.

Третью группу рисков составляют так называемые макроэкономические риски, а именно риски значительного изменения

³⁶ Venkatachalam Pritha. Innovative Approaches to Municipal Infrastructure Financing: A case study on Tamil Nadu, India. Development Studies Institute of London School of Economics and Political Science Working Paper. London, 2005.

³⁷ В данном случае компания, реализующая проект, была одним из основных частных инвесторов.

будущих значений ключевых макроэкономических показателей по сравнению с прогнозными (как правило, основаны на экспертных мнениях ведущих международных и национальных исследовательских центров³⁸, инвестиционных банков, органов государственной власти, финансов и статистики). В полной мере их предотвращение не подвластно ни одной из сторон, однако имеются механизмы, способные заметно снизить их негативное влияние на результаты реализации инфраструктурного проекта.

Валютные риски (риск неожиданно резкого укрепления или ослабления национальной валюты) способны оказать влияние на успешность реализации и доходность проекта по нескольким причинам. С одной стороны, большая часть оборудования и технологий для строительства и запуска объекта инфраструктуры закупается зарубежом, и соответственно ослабление национальной валюты вызовет относительное увеличение стоимости строительства. Управление валютным риском в данной ситуации сводится к заключению долгосрочных контрактов на поставку оборудования с последующим хеджированием валютных рисков. Государство, планирующее активное развитие инфраструктуры и соответственный рост спроса на определенные детали и оборудование, также может стимулировать развитие их внутреннего производства (либо поддержка российских производителей, если таковые имеются, либо повышение требования по локализации производства) и, следовательно, снижать импортную составляющую в структуре капитальных затрат. Другой элемент валютного риска проявляется при размещении инфраструктурных облигаций на зарубежных площадках и соответственно в иностранной валюте. В данном случае происходит несовпадение валюты поступлений и обязательств, что может привести к значительному относительному росту последних над регулярными денежными потоками. В связи с практической невозможностью рыночного

³⁸ Исследовательские подразделения международных финансовых организаций, крупные частные макроэкономические исследовательские компании (напр. Economist Intelligence Unit, Global Insight)

хеджирования всех своих поступлений и финансовых расходов³⁹, защитой от негативных изменений валютного курса может быть установление системы индексации тарифов, зависящей от курса иностранной валюты.

Инвестиции в инфраструктурный сектор, в том числе в инфраструктурные облигации, считаются защищенными от инфляционных рисков в связи с механизмом формирования тарифов, как правило, регулярно индексирующихся на величину инфляции.

Помимо распределения рисков внутри проекта между основными его участниками и иными заинтересованными лицами снижение кредитных рисков может быть осуществлено на более высоком уровне – на уровне инфраструктурных облигаций.

Кредитный риск по инфраструктурным облигациям, равно как и по любым другим видам облигаций, может быть застрахован четырьмя способами: государственные гарантии погашения облигаций (или и части), передача рисков специальной страховой организации, посредством получения гарантии третьих лиц либо распределен среди множества рыночных игроков за счет использования кредитных деривативов (Credit-Default Swap, CDS⁴⁰).

Гарантии со стороны государства могут быть принимать две различные формы: прямое гарантирование погашения и косвенное.

Правительства могут гарантировать погашение всего или части облигационного займа инфраструктурного проекта. В случае неспособности проектной компании погасить обязательства по облигациям, государство осуществляет соответствующие платежи из средств бюджета или специальных фондов. Такой подход нацелен на снижение рисков доходных облигаций – строительных, ценовых, рисков недостаточного спроса. Гарантии государства позволяют повысить инвестиционный рейтинг

³⁹ Ни одна крупная российская компания, имеющая значительные валютные риски не осуществляет хеджирование доходов и расходов по своей основной деятельности путем заключения рыночных хеджевых контрактов

⁴⁰ В русскоязычной литературе используется перевод «кредитный дефолтный своп».

инфраструктурных облигаций и соответственно снизить стоимость привлечения финансирования. Особенно распространенной такая схема является при частном финансировании инфраструктурных проектов во Франции, Португалии и Испании.⁴¹

Помимо предоставления прямых гарантий погашения инфраструктурных облигаций правительства могут предоставлять гарантии, зависящие от будущих событий. Так, федеральное правительство может гарантировать выплаты по облигациям местных (региональных) органов власти, обеспечивать погашение займа в случае прекращения концессионных соглашений, существенного изменения условий реализации проекта и иных подобных событий.

В любом случае гарантии государства являются важным фактором инвестиционной привлекательности инфраструктурных облигаций, так как позволяют снизить общие кредитные риски облигаций (и довести их до уровня суверенных) и демонстрируют заинтересованность государства в реализации данного проекта (инвесторы могут ожидать в таком случае и иных форм поддержки). Размер (объем покрываемых гарантией обязательств) и их длительность позволяют государству принимать на себя лишь самые крупные и трудноуправляемые риски проекта, оставляя частным инвесторам прочие. Тем самым достигается здоровый баланс эффективности реализации проекта (за счет большей заинтересованности и вовлеченности инвесторов в его реализацию) и его рискованности.

Узкоспециализированные страховые компании (*monoline insurers*⁴²) гарантируют выплату либо части обязательств по облигации, либо всего объема. При этом страхователем выступает сам эмитент, уплачивающий определенную премию, которая рассчитывается страховщиком (или

⁴¹ Paving the Way: Maximizing the Value of Private Finance in Infrastructure. World Economic Forum in collaboration with Pricewaterhouse Coopers, New York, USA, 2010

⁴² В российской экономической литературе отсутствует специальный термин, адекватно отражающий суть англоязычного понятия “*monocline insurers*”. В мировой страховой практике этим термином обозначаются страховые компании, специализирующиеся на страховании кредитного риска по долговым ценным бумагам. Узкоспециализированными они являются в связи с особенностями страхового законодательства США, запрещающего совмещать данный вид страхования с другими.

андеррайтером) на основе анализа финансового состояния эмитента и оценки перспективности проекта. Участие *monoline insurers* в выпуске инфраструктурных облигаций, как правило, заметно повышает их рейтинг, тем самым снижая стоимость привлечения капитала. Так, выпуск инфраструктурных облигаций на сумму в 228 млн. долларов США для финансирования платной автодороги в Чили (проект *Rutas del Pacifico*) был полностью застрахован (то есть были гарантированы 100% выплат) узкоспециализированными страховыми компаниями IDB⁴³ (на сумму в 75 млн. долларов США) и FSA⁴⁴ (оставшаяся сумма), что позволило получить рейтинг AAA от рейтинговых агентств *Humphreys* (дочерняя организация *Moody's*) и *Feller Rate* (дочерняя организация *S&P*)⁴⁵. Спрэд по отношению к суверенным облигациям Чили был установлен в 110 б.п.⁴⁶

Однако, как отмечается в последних исследованиях, посвященных частному финансированию инфраструктуры, кризис довольно сильно отразился на узкоспециализированных страховых компаниях (вследствие большой вовлеченности в страхование рисков по ипотечным облигациям), заметно ослабив их финансовое положение. Так, в США из 6 специализированных страховых компаний, имевших в 2007 году рейтинг AAA, сохранить достаточный уровень финансовой устойчивости сумела лишь одна.

Основным отличием кредитных гарантий от страхования в узкоспециализированных страховых организациях является наличие у организации, предоставившей гарантии, обязательства в случае дефолта эмитента произвести гарантированные выплаты в независимости от причины дефолта⁴⁷. В роли гаранта обычно выступают специально созданные

⁴³ Inter American Development Bank

⁴⁴ Financial Security Insurance

⁴⁵ Habeck Odo, Matsukawa Tomoko. *Review of Risk Mitigation Instruments for Infrastructure Financing and Recent Trends and Developments*. Washington, D.C.: World Bank and PPIAF. 2007, p. 25.

⁴⁶ Dominguez Jorge. *Infrastructure Bonds in Chile*. Presentation by Banco Santander Corporate Finance Latinamerica. Washington, D.C., 2003.

⁴⁷ Страховые организации, как правило, не несут обязательств в случае форс-мажора и не покрывают политических рисков.

финансовые организации, основной целью которых является поддержка развития определенных регионов⁴⁸. Кроме того, гарантии зачастую предоставляются не на весь объем обязательств, а лишь на их часть. Так, выпуск инфраструктурных облигаций для финансирования строительства объектов электроэнергетики в Филиппинах получил гарантии Азиатского Банка Развития на погашение основной суммы облигационного займа, а также на купонные платежи в последние 10 лет (было выпущено два транша на 18 и 20 лет)⁴⁹.

Другим вариантом снижения кредитного риска инфраструктурной облигации является его распределение среди большого круга лиц посредством создания специальных финансовых инструментов. Одним из наиболее популярных из них в последние 6-7 лет стал так называемый кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS), покупая который владелец облигации передает риск дефолта по ней продавцу взамен на осуществление регулярных платежей. Стоит отметить, что использование данного инструмента для повышения кредитного качества выпускаемых облигаций имеет ряд особенностей. В связи с тем, что покупателем CDS может являться держатель облигации, то у него имеется возможность самостоятельно застраховать свой риск, и при этом кредитный риск облигации в целом (выпуска облигации) не изменится, а значит, и стоимость привлечения ресурсов останется на том же уровне. Однако при создании структурированного финансового продукта, основанного на инфраструктурной облигации и приобретенном CDS, и его размещении среди инвесторов, стоимость заимствования снижается. В силу сложности эмитентами инфраструктурных облигаций данная схема используется нечасто.

⁴⁸ Например, Азиатский Банк Развития (Asian Development Bank), Банк Развития Южной Африки (Development Bank of Southern Africa), Международный Банк Реконструкции и Развития (International Bank of Reconstruction and Development, IRDB), Всемирный Банк (как правило, посредством Международной Ассоциации развития – International Development Association и Многостороннее Агентство Гарантий Инвестиций – Multilateral Investment Guarantee Agency, MIGA) и ряд других.

⁴⁹ Habeck Odo, Matsukawa Tomoko. Review of Risk Mitigation Instruments for Infrastructure Financing and Recent Trends and Developments. Washington, D.C.: World Bank and PPIAF. 2007, p. 18.

Таким образом, система распределения рисков между различными участниками проекта и иные способы повышения кредитного качества инфраструктурных проектов имеют целью общее повышение эффективности привлечения финансовых ресурсов в инфраструктурные проекты, а также их реализации. Основным принципом, которого стоит придерживаться при этом является передача риска той стороне, которая способная наиболее эффективно его устранить (им управлять). Под эффективностью здесь понимается наибольшая разница между снижением стоимости финансовых ресурсов и стоимостью управления риском. При этом большое значение имеют также факторы инвестиционной привлекательности инфраструктурных облигаций, непосредственно сказывающиеся на объеме средств, который можно привлечь за счет выпуска инфраструктурных облигаций.

2.4. Особенности инвестирования в инфраструктурные облигации (факторы инвестиционной привлекательности).

Инфраструктурные облигации, как и любой другой финансовый инструмент, имеют свои инвестиционные качества и особенности, которые характеризуют его как объект инвестирования. Эти качества обусловлены как свойствами самого инструмента, так и лежащими в его основе реальными экономическими процессами и именно они определяют интерес инвесторов к данному инструменту.

Естественные особенности инвестиционных проектов, лежащих в основе инфраструктурных облигаций, предполагают длительный характер и большой объем инвестиций, более низкую по сравнению с сопоставимыми рыночными инструментами доходность, а также значительную зависимость от государственного регулирования и политической обстановки. Ниже мы подробнее рассмотрим эти особенности и обсудим механизмы, позволяющие минимизировать их негативное влияние на интерес инвесторов и

способность с их помощью привлекать ресурсы для финансирования инфраструктурных проектов.

Срок реализации инфраструктурных проектов зачастую превышает 10-15 лет, в течение которых генерируемые денежные потоки, как правило, сравнительно малы. Соответственно, финансирование таких проектов требует отвлечения финансовых ресурсов на достаточно длительный срок. И хотя инфраструктурные облигации, в силу большей ликвидности и возможности обращения, позволяют инвесторам с относительно коротким инвестиционным горизонтом вкладываться в инфраструктурные проекты, основу базы инвесторов должны составлять так называемые долгосрочные инвесторы, к числу которых в рамках современной финансовой системы относятся страховые и пенсионные фонды, фонды национального благосостояния (Sovereign Wealth Funds, SWFs), фонды и банки развития. Повышение интереса данных институтов к инфраструктурным облигациям и увеличение объемов инвестируемых в них средств требуют определенной работы регуляторов. Так включение инфраструктурных облигаций в список ценных бумаг, учитываемых при расчете страховых резервов, повысит интерес страховых организаций к данному типу активов. Привлечение средств иностранных фондов национального благосостояния в российские инфраструктурные облигации может потребовать определенной дипломатической работы, а также доведения стандартов отчетности, надежности, прозрачности до требований, предъявляемых крупнейшими международными инвесторами.

Другой особенностью инфраструктурных проектов, оказывающей заметное влияние на инвестиционную привлекательность финансовых инструментов, основанных на них, является значительная прямая или косвенная зависимость от государства и / или иных органов власти. Проявлениями такой связи могут выступать тарифное регулирование, особые режимы налогообложения, стимулирование спроса, содействие в решении правовых и технологических проблем, а также софинансирование

определенной части обязательств. Таким образом, доходность и риски вложения в инфраструктурные облигации оказываются в достаточной степени зависимыми от действий государства (или иного органа власти), а точнее от их соответствия ожиданиям инвестора (а значит, тем или иным образом учтенными при расчете риска и доходности инвестиций). Для решения задачи привлечения необходимых финансовых ресурсов по приемлемой стоимости, государство должно по каждому отдельному проекту четко указать параметры своего участия, правила регулирования и не изменять их в течение реализации проекта (а в случае если изменение неотвратимо – выкупить инфраструктурные облигации или погасить убытки инвесторов, возникшие в результате данных изменений.) Подробнее механизм разделения рисков между государством и частными инвесторами был рассмотрен в части 2.3.

Ключевой особенностью инфраструктурных облигаций, как было сказано выше, является наличие льготного режима налогообложения доходов по облигациям и инфраструктурных проектов.

Объекты инфраструктуры, как уже подчеркивалось, являются основой экономического и социального развития определенного поселения, региона, государства, а также повышения качества жизни людей, проживающих и работающих на данных территориях. При наиболее общем рассмотрении доходов местных, региональных и государственных бюджетов можно прийти к выводу о наличии их прямой зависимости от экономического и социального развития и качества жизни населения. Реализация инфраструктурного проекта, таким образом, приводит к увеличению налоговых поступлений в бюджет.

Такое понимание инфраструктуры и важности вложений в нее позволяют говорить о возможности предоставления определенных налоговых льгот лицам, осуществляющим финансирование инфраструктурных проектов. Наиболее интересная и разнообразная система преференций для владельцев инфраструктурных облигаций сложилась в США.

Согласно Кодексу внутренних доходов США⁵⁰ существует три вида государственных и муниципальных облигаций, предполагающих льготный порядок налогообложения:

- облигация, доход от которой освобожден от налогообложения (tax-exempt bonds);
- облигация, по которой предоставляется налоговый кредит (tax-credit bonds);
- облигация с прямой выплатой налогового кредита (direct-pay tax-credit bonds).

Tax-exempt bonds на сегодняшний день являются наиболее распространенной формой предоставления налоговых льгот владельцам инфраструктурных облигаций. Выпущенные напрямую администрацией штата, города или иного муниципального образования, а также другими организациями от их лица, либо частными лицами на цели и на условиях, указанных в Кодексе внутренних доходов США, такие облигации освобождают их владельца от уплаты налога с доходов, полученных в результате владения ими.

Tax-credit и direct-pay tax-credit bonds предоставляют владельцам облигаций налоговый вычет взамен купонных выплат по облигации. Данные инструменты являются достаточно новыми и пока не получили широкого распространения⁵¹.

В Индии также существует система налоговых вычетов для держателей инфраструктурных облигаций. Так называемые «налогосберегающие»⁵² облигации, выпускаемые от имени инфраструктурных банков ICICI и IDBI, позволяют получить их держателям налоговые вычеты в размере до 20% от

⁵⁰ Internal Revenue Code of 1986 – основной документ, касающийся системы федерального налогообложения в США, включающий положения о подоходном налоге, налоге с оборота, налоге на недвижимость и ряде других.

⁵¹ Subsidizing Infrastructure Investment with Tax-Preferred Bonds. A joint Congressional Budget Office/Joint Committee on Taxation Study. Washington, D.C., October 2009.

⁵² Tax-saving infrastructure bonds

вложенной суммы в зависимости от уровня ежегодного дохода, но не более 15000 рупий (порядка 400 долларов США) в год⁵³.

Кроме того, во многих странах инфраструктурные проекты имеют особый режим налогообложения, предполагающий льготы по налогам на имущество, землю, ряду иных местных и региональных налогов (включаемых в себестоимость инфраструктурной услуги). Такие льготы позволяют увеличить рентабельность инфраструктурных проектов, повысить их инвестиционную привлекательность.

В развитых экономиках большая часть долгосрочных финансовых ресурсов (так называемых «длинных денег») сосредоточена в пенсионных фондах. Кроме того, имеется очевидное соответствие фундаментальных основ пенсионных фондов и инфраструктурных проектов. Пенсионные фонды, зачастую рассматриваемые как часть национальных сбережений и имеющие целью обеспечение достатка и качественной жизни сегодняшних трудящихся через несколько десятков лет, очевидным образом должны быть инвестированы в будущее страны и общее повышение качества жизни в ней. В связи с этим довольно естественным выглядит направление значительной части пенсионных накоплений на финансирования инфраструктурных проектов. Однако на данный момент имеется ряд объективных причин, ограничивающих объем средств пенсионных фондов, инвестируемых в инфраструктуру, включающий:

- Географическое несоответствие между пенсионными фондами (и соответственно местом жительства лиц, вносящих в него свои средства) и регионами, особенно нуждающимися в развитии инфраструктуры и (или) способных предоставить соответствующие инвестиционные возможности

⁵³ <http://www.indianexpress.com/oldStory/64122/>

- Управляющие пенсионными фондами и наблюдательных советов пенсионных фондов избегают инвестиций в сложные инструменты
- Неспособность представителей инфраструктурного сектора в достаточной мере объяснить факторы инвестиционной привлекательности инфраструктурных проектов, а также принципы функционирования инструментов инвестирования в инфраструктурные проекты
- Иные факторы, включающие недостаточную ликвидность инвестиций в инфраструктурные проекты, отсутствие быстрых доходов и недостаточная гибкость объемов инвестиций

Концентрация ресурсов пенсионных фондов в ряде стран и регионов внутри страны ограничивает применение основного принципа, связывающего пенсионные фонды и инвестиций в инфраструктуру. Так, 64% всех пенсионных резервов сконцентрированы в США⁵⁴, а 89%⁵⁵ всех пенсионных резервов российских НПФ приходится на Москву. Преодоление данных географических диспропорций может вестись несколькими способами: развитие местных пенсионных фондов, а также привлечение финансовых ресурсов пенсионных фондов из других регионов.

Так, несмотря на то, что на европейские страны приходится лишь 20% всех мировых пенсионных резервов, более 50% инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру приходятся на Европу^{56,57}, имеющую достаточно стабильный политический режим, прозрачную и тщательно проработанную юридическую систему, благоприятный экономический и инвестиционный

⁵⁴ International Financial Services, London (IFSL) 2009. IFSL Research: Fund Management 2009. Доступен по адресу: <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=47>.

⁵⁵ По данным Национальной ассоциации пенсионных фондов на 1.10.2010

⁵⁶ Watson Wyatt. 2009. Global Alternatives Survey, July. Доступен по адресу: <http://www.towerswatson.com/GAS2009>.

⁵⁷ Watson Wyatt. 2009. Global Pension Assets Survey, January. Доступен по адресу: [http://www.watsonwyatt.com/asia-](http://www.watsonwyatt.com/asia-pacific/localsites/korea/Ideas_and_Research/Business_Issues/Data/2009GlobalPensionStudy.pdf)

[pacific/localsites/korea/Ideas_and_Research/Business_Issues/Data/2009GlobalPensionStudy.pdf](http://www.watsonwyatt.com/asia-pacific/localsites/korea/Ideas_and_Research/Business_Issues/Data/2009GlobalPensionStudy.pdf).

климат, а также наиболее разработанные механизмы привлечения частных инвестиций в инфраструктуру.

Важным фактором, ограничивающим инвестиций пенсионных фондов в инфраструктурные проекты, является роль управляющих и членов наблюдательного совета. В силу того, что многие члены наблюдательных советов зачастую не являются профессионалами в инвестиционном деле, они предрасположены к инвестированию в традиционные, более простые инструменты (государственные облигации, облигаций и акции крупных устойчивых компаний). При необходимости диверсификации активов фонда и вложениях в альтернативные инвестиций, они, как правило, полагаются на советы инвестиционных консультанты, которые достаточно часто (особенно в небольших пенсионных фондах) не являются в достаточной степени осведомленными о возможностях инвестиций в инфраструктуру.

Решение данной проблемы может являться структурирование инвестиций в инфраструктуру в более традиционную и знакомую большинству инвесторов форму. Так, инфраструктурные облигации, имеющие достаточные гарантии со стороны государства и (или) иные встроенные механизмы повышения их кредитного качества и не требующие от инвесторов детальной оценки лежащего в их основе проекта, окажутся для управляющих и членов наблюдательных советов пенсионных фондов приемлемым инструментом для инвестирования.

Кроме того, создание ниши публичных инструментов финансирования инфраструктурных проектов способно решить также и проблему недостаточного понимания инвестиционным сообществом, в том числе управляющими пенсионных фондов, особенностей инфраструктурных проектов как объекта инвестиций. Обучением инвестором в данном случае займутся исследовательские отделы брокерских компаний и инфраструктурных банков⁵⁸.

⁵⁸ Research. Целью деятельности данного отдела является постоянное общение с инвесторами, информирование их об инвестиционных возможностях, имеющихся в том или ином секторе, разъяснение

Другим важным источником финансовых ресурсов для финансирования инфраструктурных проектов могут выступать средства частных инвесторов. Анализ международного опыта позволяет выделить ряд особенностей и основных факторов, которые должны быть учтены при привлечении средств частных инвесторов.

Несмотря на небольшое проникновение инфраструктурных финансовых продуктов на розничный финансовый рынок, тем не менее, имеется возможность проанализировать опыт имеющихся ны рынке инструментов и определить основные факторы успеха:

- Повышение уровня финансовых знаний инвесторов и их осведомленности о рисках. Важным является создание у частных инвесторов понимания особенностей инфраструктурных проектов как объекта инвестиций (стабильные в долгосрочной перспективе доходы, несмотря на возможность повышенной волатильности в отдельные периоды)
- Учет финансовых, экономических, юридических и политических особенностей среды, в которой реализуется проект. Важным является объяснение инвесторам особенностей экономической и политических сред, в которых реализуется проект, в том числе заинтересованность правительства в успешной реализации проекта. Стабильность доходов и отсутствие необходимости длительного ожидания первых доходов являются важными инвестиционными качествами для розничных инвесторов
- Определение количества включаемых в продукт проектов (единичный проект или портфель инвестиционных возможностей). Структурирование портфеля проекта позволяет устранить эффект непостоянности доходов по проекту,

особенностей бизнеса и инвестирования в определенные активы с целью стимулирования инвестора проводить свои операции с данными финансовыми инструментами через брокерское подразделение их банка, инвестиционной компании.

длительного периода до момента получения первых положительных денежных потоков по инфраструктурным проектам

- Определение времени предложения инвесторам. Для повышения интереса частных инвесторов, имеющих ограниченные возможности оценки рисков, а также возможности контроля реализации проекта, рекомендуется размещать облигации на более поздних стадиях реализации проекта (после завершения большей части или всех строительных работ)

- Решение о выборе публичного или непубличного инструмента. Публичные инструменты позволяют повысить ликвидность и снизить волатильность инвестиций, что является более привлекательным вариантом для частных инвесторов, а также инфраструктурные фонды, инвестирующие средства большого количества частных лиц и, соответственно, вынужденные активно варьировать размер своих вложений (при входе / выходе отдельных инвесторов)

Развитие инвестиций розничных инвесторов в инфраструктурные проекты также в значительной степени зависит от общеэкономической обстановки, уровня развития рынка капиталов и доступности инвестиций частных лиц в финансовые инструменты. Особенно актуальными данные инструменты могут быть в регионах с высокой нормой сбережений населения (зачастую в связи с недостаточным уровнем развития системы социального обеспечения). Создание возможностей для инвестирования таких сбережений в инфраструктурные проекты окажет значительное воздействие на темпы развития инфраструктуры в регионе.

3. Перспективы использования инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов в России

3.1. Современные механизмы финансирования инфраструктурных проектов в России

Необходимость развития инфраструктуры в России и современные механизмы, применяемые для финансирования инфраструктурных проектов в России

Необходимость создания инфраструктуры мирового класса является важнейшим условием дальнейшего развития национальной экономики и ее конкурентоспособности на международном уровне, для удержания роли страны как одной из ведущих экономических держав.

Создание инфраструктуры мирового класса в масштабах России означает реализацию множества крупных и небольших проектов во всех регионах и всех отраслях – транспорте, энергетике, коммунальном хозяйстве, социальной сфере. Особое значение на современном этапе уделяется созданию связанной системы инфраструктурных объектов, совместная эксплуатация которых создает синергетические эффекты для развития регионов, их промышленности и уровня жизни населения.

На сегодняшний момент, согласно отчету Всемирного Банка⁵⁹, состояние инфраструктуры в России оценивается как плохое для стран, сопоставимым с российским уровнем доходов (группа стран со средним уровнем доходов). Кроме того, отмечается постоянное снижение ее качества в связи с регулярным недоинвестированием в поддержание состояния и замену существующих объектов инфраструктуры, а также отсутствие большого количества реализованных новых проектов. Согласно недавно

⁵⁹ Отчет Всемирного Банка о российской экономике. 16 июня 2010 года

опубликованному Индексу благоприятных условий для торговли⁶⁰, Россия находится на 48 месте (из 118 стран) по доступности и качеству транспортной инфраструктуры (состояние транспортной инфраструктуры по всем видам транспорта, а также наличие эффективно работающих транспортных узлов, позволяющих комбинировать использование различных видов транспорта). Потребность в дополнительном финансировании развития дорожной сети в стране оценивается специалистами Всемирного Банка в 1.2% ВВП.

Более того, экспертами Всемирного Банка отмечается риск снижения государственных расходов на инфраструктуру в 2010 году по сравнению и без того низкими предкризисными значениями. Отмечается, что дальнейший отказ от выделения достаточных средств на развитие инфраструктуры страны (или создание действенного механизма привлечения частного капитала в сектор) приведет к еще большему отставанию инфраструктурного развития страны, будет являться важнейшим сдерживающим фактором экономического роста, а также потребует значительно больших расходов в будущем (уже через 4-5 лет).

По оценкам Правительства РФ в развитие инфраструктуры страны до 2020 года должно быть инвестировано как минимум 1 трлн. долларов США (или 100 млрд. долларов США в год)⁶¹. Анализ программ развития и подсчет необходимых инвестиций подтверждает, что указанная выше цифра представляет собой лишь минимальный объем необходимого финансирования.

Очевидно, что федеральный бюджет и бюджеты субъектов федерации не способны принять на себя такие обязательства⁶², а поэтому развитие

⁶⁰ Enabling Trade Index, публикуемый с 2008 года Всемирным Экономическим Форумом. Индекс рассчитывается на основе различных условий, политики и услуг, которые способствует ведению межграничной торговли в 118 развивающихся и развитых странах.

⁶¹ Invest.gov.ru

⁶² Расходы консолидированного бюджета Российской Федерации в 2010 году составили 17 трлн. 301 млрд. рублей (или 570 млрд. долларов США по среднему курсу 2010 года). Таким образом, на финансирование необходимых инвестиций в инфраструктуру государству пришлось бы тратить 15-20% консолидированного бюджета. Согласно оценкам УК «Лидер» не более 60% из необходимых инвестиций в развитие

механизма частного финансирования инфраструктуры представляется единственно возможным вариантом развития национальной инфраструктуры. На данный момент, финансирование инфраструктурных проектов в России производится из 4 основных источников:

Федеральный бюджет РФ, бюджеты субъектов федерации и местные бюджеты

Большая часть всех расходов на строительство и модернизацию объектов инфраструктуры в России приходится на средства бюджетов различного уровня. Бюджетами финансируется строительство и реконструкция автомобильных дорог, строительство образовательных и здравоохранительных учреждений, большинства объектов ЖКХ. Большой объем бюджетных средств выделяется РЖД на развитие железнодорожного транспорта в стране, строительство и ремонт взлетно-посадочных полос и иного аэродромного оснащения производится за счет государственных средств.

Инвестиционный фонд России – государственный инвестиционный фонд, предназначенный для софинансирования инвестиционных проектов. Государство софинансирует бизнес-проекты стоимостью не менее 5 млрд. рублей в течение 5 лет при условии, что частный инвестор вкладывает не менее 25% средств, а рентабельность проекта составляет от 4% до 11%. Государственная поддержка путем предоставления средств Инвестиционного фонда РФ предоставляется в следующих формах:

- Софинансирование на договорных условиях инвестиционных проектов с оформлением прав собственности Российской Федерации (вхождение государства в акционерный капитал проектной компании)
- Направление средств в уставные капиталы юридических лиц (вхождение государства в акционерный

капитал проектных компаний либо компаний, управляющих несколькими проектами)

- Предоставление государственных гарантий Российской Федерации под инвестиционные проекты (при получении банковского кредитования для финансирования проектов либо выпуска облигаций)

На сегодняшний день одобрен к реализации с использованием средств Инвестиционного фонда Российской Федерации 21 инвестиционный проект (суммарный объем проектов превысит 1 трлн. рублей, из которых 30% будут выделен из Инвестиционного фонда). Среди крупнейших инфраструктурных проектов, спонсируемых фондом строительство в г. Санкт-Петербурге автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр» и Орловского тоннеля; строительство нового выхода на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 Москва-Минск; строительство скоростной автомобильной дороги Москва – Санкт-Петербург на участке 15-58км; создание транспортной инфраструктуры Забайкалья; комплексная программа строительства и реконструкции объектов водоснабжения и водоотведения г. Ростова-на-Дону и юго-запада Ростовской области и другие. Кроме того, из Инвестиционного фонда РФ софинансируется ряд инфраструктурных проектов регионального масштаба (например, реконструкция системы водоснабжения г. Перми; строительство объектов социальной и инженерной инфраструктуры г. Уфы).

Государственно-частное партнерство

Механизм государственно-частного партнерства (ГЧП) в России основывается на ФЗ «О концессионных соглашениях», согласно которому одна из сторон концессионного соглашения (концессионер) обязуется за свой счет создать и (или) реконструировать определенное этим соглашением недвижимое имущество, право собственности на которое будет принадлежать другой стороне (концедент), осуществлять деятельность с использованием (эксплуатацией) объекта концессионного соглашения, а

концедент в свою очередь обязуется предоставить концессионеру на срок, установленный этим соглашением, права владения и пользования объектом концессионного соглашения для осуществления указанной деятельности.⁶³

При этом государственная поддержка Концессионных соглашений предусматривает финансирование части расходов на создание (реконструкцию) и эксплуатацию объекта концессионного соглашения, а также предоставление концессионеру государственных или муниципальных гарантий, а также применение особого налогового режима.

Ключевыми проблемами, препятствующими развитию концессий в России, называют⁶⁴:

- Длительность процедур согласования и высокая степень их забюрократизированности
- Отсутствие понимания, в какой степени механизм концессий создает адекватные стимулы по экономии издержек, учитывая, что на практике участие частных финансовых компаний (выступающих, как правило, также в роли финансовых контролеров) невелико
- Низкая заинтересованность финансовых организаций в финансировании проекта, поскольку концессионер не имеет права привлекать дополнительные заемные средства не только под залог объекта концессионного соглашения, но и под залог требований по концессионному соглашению, что противоречит международной практике
- Высокие барьеры на вход для участия в тендере, и, в связи с этим, низкая конкуренция на рынке подрядчиков
- Из всех возможных типов взаимоотношений между государством и бизнесом в рамках ГЧП механизм концессий отдает предпочтение лишь одному (строительство, управление,

⁶³ ФЗ от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях»

⁶⁴ Центр Макроэкономических исследований Сбербанка России. Развитие инфраструктуры в России: новые задачи, старые проблемы. 21 апреля 2010 года

передача – Build Operate Transfer, BOT), что существенно ограничивает возможности для использования инструмента ГЧП в России

Таким образом, единственный механизм частного финансирования инфраструктуры, применяемый в России пока выглядит, по мнению участников рынка недостаточно эффективным. Особенно отмечается отсутствие большого интереса частных инвесторов и финансовых спонсоров к участию в финансировании инфраструктурных проектов. Анализ большинства подписанных или находящихся в стадии подготовки концессионных соглашений демонстрирует факт превалирования государственных средств над средствами инвесторов, причем инвестором зачастую выступает текущий владелец объекта инфраструктуры, вносящий в проект собственные средства.

3.2. Преимущества и использования инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов

Ключевым препятствием для развития частного финансирования инфраструктуры, как следует из анализа имеющихся механизмов финансирования инфраструктурных проектов в России, видится разработка и внедрение эффективного механизма привлечения частных финансовых ресурсов⁶⁵. Выпуск инфраструктурных облигаций мог бы в некоторой степени решить данную проблему за счет преодоления основных недостатков применимых сегодня способов финансирования государственно-частного партнерства.

Выпуск инфраструктурных облигаций позволяет привлечь для финансирования инфраструктурных проектов средства большего количества инвесторов, включая

⁶⁵ Не собственных средств инвестора (владельца объекта инфраструктуры), а внешнего (финансового) инвестора

- Частные банки средних размеров, не имеющие значительной государственной поддержки для участия в консорциумах инвесторов, а также достаточного объема средств для самостоятельного (единоличного) финансирования инфраструктурных проектов
- Средства частных инвесторов посредством инвестиционных фондов и (или) напрямую, в случае доступности инфраструктурных облигаций неквалифицированным инвесторам
- Пенсионные фонды, являющиеся одним из основных источников «длинных» денег в экономике, однако практически не имеющих на сегодняшний момент внутренних инструментов для долгосрочного инвестирования. Кроме того, инфраструктурные облигации, будучи инструментом с защитой от инфляционных рисков, позволят пенсионным фондам выйти на уровень доходности, близкий к уровню инфляции⁶⁶
- Страховые компании, также являющиеся одним из важнейших источников «длинных» денег в экономике развитых странах. В России их роль на данный момент не так велика, в силу меньшей развитости страхования жизни, развитие которого (как и развитие пенсионных фондов) тесно связано с наличием достаточной емкости рынка долгосрочных финансовых инструментов с уровнем доходности, близким к уровню инфляции. Поэтому вполне вероятен случай совместного развития инфраструктурных облигаций и долгосрочных видов страхования
- Иностранные инвесторы. На сегодняшний день иностранные инвесторы присутствуют в российских инфраструктурных проектах на права подрядчика и технологического лидера, в то же время иностранные финансовые организации не

⁶⁶ На текущий момент большая часть пенсионных фондов демонстрирует доходность, меньшую уровня инфляции (то есть, убыточны в реальном выражении), что во многом объясняет низкий интерес к пенсионным фондам.

проявили большого интереса к финансированию инфраструктурных проектов. Основными препятствиями на их пути являлись недостаточное ясное разграничение рисков, отсутствие четко прописанного механизма погашения обязательств в случае дефолта проекта, нежелание принятия на себя столь больших и долгосрочных рисков в России, сложности административного характера. Выпуск инфраструктурных облигаций при правильной его организации способен в значительной степени повысить интерес иностранных инвесторов к вложениям в российские инфраструктурные проекты. Более того, уже достаточно длительное время многими экспертами и финансовыми аналитиками отмечается важность и нарастающая необходимость инвестиций в инфраструктуру, а соответственно и перспективность инвестиций в инфраструктурные проекты.

Другим немаловажным моментом является более низкая стоимость финансирования, достигаемая за счет выпуска инфраструктурных облигаций.

Несмотря на отсутствие подтверждения или опровержения касательно эффективности реализуемых в данный момент проектов государственно-частного партнерства, существует мнение, что отсутствие достаточных стимулов повышения эффективности, а также действенных механизмов внешнего финансового контроля не позволит данным проектам значительно превзойти государственные проекты. Однако инфраструктурные облигации имеют ряд встроенных механизмов, позволяющих обеспечить более высокую эффективность реализации проекта как с точки зрения капитальных затрат, так и с точки зрения дальнейшей эксплуатации объекта.

3.3. Перспективы использования инфраструктурных облигаций в России и проблемы их законодательного регулирования

На сегодняшний момент в российском законодательстве отсутствует понятие инфраструктуры и инфраструктурных облигаций, что, с одной стороны, естественным образом препятствует активному и эффективному применению данного инструмента в российской практике финансирования инфраструктурных проектов, а с другой – позволяет вести активные дискуссии о том, как должен применяться данный механизм в России, каким образом регулироваться и т.п. Поэтому в данной работе на основании международного опыта и понимания основных особенностей российской правовой системы, а также основных запросов и потребностей экономики, будет сделана попытка описать перспективные формы применения инфраструктурных облигаций, а также проанализировать проблемы их законодательного регулирования.

В силу недостаточной развитости в России не только транспортной, коммунальной, но и в значительной степени социальной инфраструктуры целесообразным выглядит развитие не только доходных инфраструктурных облигаций, но также и облигаций под общие гарантии.

На сегодняшний день их выпуск теоретически возможен в рамках имеющегося инструмента муниципальных и субфедеральных облигаций, однако современные законодательные нормы не позволяют им стать эффективным инструментом финансирования развития региональной и местной инфраструктуры.

Так, выпуск муниципальных облигаций чрезвычайно сильно ограничен положениями Бюджетного Кодекса Российской Федерации, согласно которому:

- «срок погашения муниципальных долговых обязательств не может превышать 10 лет⁶⁷», что, учитывая долгосрочный характер многих инфраструктурных проектов (даже местного масштаба), может оказаться недостаточным

- «Предельный объем заимствований в текущем финансовом году не должен превышать сумму, направляемую в текущем финансовом году на финансирование дефицита соответствующего бюджета и (или) погашение долговых обязательств соответствующего бюджета»⁶⁸. Данная норма прямо ограничивает местные органы власти в выпуске облигаций на цели, иные как покрытие дефицита бюджета. Теоретически у них остается возможность финансировать инфраструктурные проекты за счет бюджета, а потом возникший дефицит покрыть за счет выпуска облигаций, однако установить в таком случае специальные условия по обеспечению погашения облигаций уже не удастся. Кроме того, имеющиеся ограничения на размер дефицита местных бюджетов также являются сдерживающим фактором.

- «Предельный объем муниципального долга не должен превышать утвержденный общий годовой объем доходов местного бюджета без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений и (или) поступлений налоговых доходов по дополнительным нормативам отчислений»⁶⁹. Учитывая потенциальный размер отдачи от инвестиций в инфраструктурные проекты и наличие обеспечения их возвратности, данное ограничение может выступать препятствием для развития инфраструктуры региона. Кроме того, инвесторы при принятии решения о приобретении облигаций

⁶⁷ Бюджетный кодекс РФ, статья 100, п.4

⁶⁸ Там же, статья 106.

⁶⁹ Там же, статья 107.

муниципалитета самостоятельно проводят оценку их финансового состояния, с учетом ожидаемой отдачи от проекта и текущих доходов бюджета

- «Муниципальные заимствования в иностранной валюте запрещены»⁷⁰

Устранение указанных выше законодательных препятствий возникает из-за официального закрепления покрытия дефицита бюджета, как единственной цели выпуска муниципальных облигаций. В связи с этим предлагается законодательное разграничение двух типов муниципальных долговых обязательств по целям выпуска: финансирование дефицита бюджета и финансирование строительства и модернизации объектов инфраструктуры – и соответственно разные требования к их срокам, размеру и валюте. Кроме того, требуется создание специального органа или установление иной демократической процедуры утверждения программы муниципальных заимствований, а также разработка механизм контроля целевого и эффективного расходования поступлений от выпуска инфраструктурных облигаций как со стороны держателей облигаций, так и со стороны общества (налогоплательщиков) и государства. Необходимость работы по выделению инфраструктурных муниципальных облигаций вызвана рядом объективных преимуществ такого рода ценных бумаг.

Признак	Муниципальные облигации	Инфраструктурные облигации, выпускаемые от имени муниципалитета
Целевое использование средств позволяет повысить вероятность погашения облигаций	Целью выпуска муниципальных облигаций в их современном виде является погашение дефицита бюджета, то есть в большинстве случаев – расходы, которые не	Инфраструктурные облигации выпускаются с единственной целью – финансирование конкретного инфраструктурного проекта (проектов). Такие инвестиции способны повысить доходы соответствующих

⁷⁰ Там же, п.4 статья 104

	обеспечивают рост доходов бюджета в будущем	бюджетов в будущем, и кроме того такой эффект может рассчитан и соответственно учтен инвесторами при приобретении таких облигаций. Таким образом, уровень обеспечения инфраструктурных облигаций выше
Возможность фиксирования источника погашения облигаций	Муниципальные облигации погашаются из всех доходов бюджета	При выпуске инфраструктурных облигаций имеется возможность закрепления определенного вида доходов бюджет как источника выплат. Таким образом, надежность облигаций зависит от эффективности реализации проекта, а не общего финансового положения соответствующего муниципалитета
Сумма займа	Ограничена	Может быть не ограничена, так как будущие налоговые поступления от реализации проекта достаточны для совершения выплат по облигациям

Выпуск доходных инфраструктурных облигаций в рамках имеющегося российского законодательства возможен в форме проектных облигаций, то есть стандартных корпоративных облигаций, выпущенных от лица специально созданной компании, занимающейся реализацией инфраструктурного проекта. Отличием таких облигаций от инфраструктурных облигаций является отсутствие законодательно закрепленных форм стимулирования инвестиционного спроса на них,

контроля целевого использования средств, ограниченные возможности государственной поддержки и разделения рисков (в таблице представлено краткий анализ ключевых отличий инфраструктурных облигаций от проектных, подтверждающих целесообразность их выделения как отдельного законодательно закреплённого типа облигаций)

Признак	Корпоративные (проектные) облигации	Инфраструктурные облигации
Налоговые льготы	Отсутствуют	Владельцы инфраструктурных облигаций освобождаются от уплаты налога с доходов, полученных по облигации. Льготное налогообложение инфраструктурных проектов повышает их рентабельность
Спрос со стороны страховых компаний, пенсионных фондов и банков	Общий порядок	Инфраструктурные облигации имеют более высокий статус при расчете обязательных нормативов банков, размещении средств пенсионных и страховых резервов
Гарантии государства	Как правило, отсутствуют	Как правило, получают государственные (муниципальные) гарантии и (или) иные формы повышения инвестиционного качества

Эффективное использование инфраструктурных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов требует законодательного закрепления понятия инфраструктурных облигаций, отделяющего их от других видов корпоративных облигаций. Законодательное регулирование инфраструктурных облигаций, с одной стороны, должно носить в некотором роде рамочный характер, позволяя организаторам выпусков разрабатывать

структуры займов, в наиболее полной мере, учитывающие все особенности проекта и интересы всех сторон, участвующих в его финансировании (государства, частных инвесторов), и с другой стороны, не позволяли пользоваться преференциями при финансировании проектов, не отвечающих в полной мере критериям инфраструктурного проекта (и тем самым, не позволяя тратить бюджетные средства на проекты, не отвечающие требованиям бюджетной и социальной эффективности). В связи с наличием проекта ФЗ «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций», опубликованном на сайте Федеральной службы по финансовым рынкам⁷¹, рекомендации по законодательному регулированию выпуска инфраструктурных облигаций будут в большой мере базироваться на анализе/критике положений данного проекта, который лишь в небольшой мере отвечает описанным выше требованиям.

1. *«Инфраструктурная облигация – облигация, эмитируемая специализированной проектной организацией с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания и (или) реконструкции инфраструктуры, исполнение обязательств по которой обеспечено в размере и порядке, предусмотренных настоящим Федеральным законом».* Таким образом, инфраструктурные облигации могут выпускаться лишь специализированными проектными организациями, что исключает, во-первых, выпуск облигаций от лица муниципалитетов, а во-вторых, создание специализированных инфраструктурных фондов.

2. *«Государство (муниципальное образование) не вправе приобретать и (или) владеть акциями (долями) специализированной проектной организации до момента ввода в эксплуатацию объекта инфраструктуры».* Данное положение заметно затрудняет реализацию некоторых механизмов разделения доходов и рисков в

⁷¹ http://www.ffms.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id_3=308&year_3=2009&month_3=9

рамках инфраструктурного проекта, и соответственно лишает организаторов выпуска возможности снижения кредитных рисков инфраструктурных облигаций и, следовательно, снижения стоимости привлечения финансовых ресурсов.

3. *«Устав специализированной проектной организации должен содержать указание на конкретный инфраструктурный проект, для целей реализации и эксплуатации которого создается данная организация».* Данное положение исключает реализацию проектной компанией (и соответственно финансирование) за счет выпуска инфраструктурных облигаций нескольких инфраструктурных проектов, и соответственно обеспечение погашения инфраструктурных облигаций, за счет доходов от эксплуатации другого объекта инфраструктуры.

4. *«Номинальная стоимость инфраструктурных облигаций должна быть указана в валюте Российской Федерации».* Данная норма прямо запрещает эмиссию инфраструктурных облигаций, номинированных в иностранной валюте, что может в значительной степени ограничить спрос на данный финансовый инструмент со стороны иностранных инвесторов.

5. *«Эмиссия инфраструктурных облигаций, конвертируемых в акции, не допускается».* Описанный выше механизм выпуска конвертируемых инфраструктурных облигаций мог бы стать эффективным и популярным среди инвесторов финансовым инструментом, позволяющим, с одной стороны, снизить стоимость привлечения финансирования, а с другой – позволить инвесторам в случае успешности проекта получить дополнительный доход. Кроме того, такой тип облигации способен стимулировать повышение эффективности реализации проекта.

6. *«Споры, связанные с исполнением обязательств по облигациям, удостоверенными инфраструктурными облигациями,*

рассматриваются арбитражным судом». Анализ международного опыта реализации инфраструктурных проектов с привлечением частного финансирования (в том числе, с использованием инфраструктурных облигаций) показывает необходимость предоставления возможности рассмотрения споров международными арбитражными судами. Отсутствие опыта у российских арбитражных судов по рассмотрению дел, связанных с государственно-частным партнерством и соответственно отсутствие достаточного количества прецедентов, увеличит юридические риски вложения в инфраструктурные облигацию. Кроме того, использование международного арбитража позволит снизить политические риски, характерные для России.

7. В проекте закона дан закрытый, но довольно широкий список объектов инфраструктуры, часть которых не вполне соответствуют классическому пониманию инфраструктуры. Так, например, включение в данный лист проектов строительства объектов нефтехимии и нефтепереработки и объектов, используемых организации отдыха и туризма, позволит с помощью инфраструктурных облигаций привлекать финансовые ресурсы для коммерческих проектов, в том числе не имеющих достаточного социального и общеэкономического эффекта. В связи с этим предлагается отказаться от составления закрытого списка типовых проектов, а установить правила присвоения инвестиционному проекту статусу инфраструктурного. В числе основных критериев должны быть оценка социального (повышение уровня жизни жителей соответствующего региона) и экономического (улучшение условий ведения деятельности для широкого круга компаний, рост налоговых поступлений бюджета) эффектов.

8. Отсутствие ясности в части возможности иных источников финансирования инфраструктурного проекта. Инфраструктурные

облигации, как было сказано выше, являются лишь одним из источников финансовых ресурсов при реализации инфраструктурных облигаций, успешно дополняющий акционерное (частное и государственное) и кредитное финансирование. В связи с этим в ФЗ должно присутствовать более четкое указание на возможность привлечения средств для финансирования инфраструктурных проектов отличными от выпуска инфраструктурных облигаций способами.

9. Основной целью выпуска инфраструктурных облигаций является финансирование строительства и модернизации объектов инфраструктуры, а также их эксплуатации. Таким образом, ФЗ препятствует развитию механизма рефинансирования инвестиций в инфраструктурные проекты на стадии их эксплуатации, в то время как такая структура позволяет значительно снизить риски и стоимость финансирования, повысить инвестиционный спрос на данные ценные бумаги

10. Наличие четко установленных и достаточно высоких нормативов по обеспечению, предоставленному по облигациям, с особым акцентом на наличие государственных гарантий или гарантий ВЭБа, заметно сужает круг потенциальных проектов. При этом большая доля обязательств ложится напрямую на государство, что снижает ответственность специальной проектной компании. Применение иных схем снижения рисков по инфраструктурным облигациям позволило бы сделать данный инструмент финансирования более эффективным.

Одной из важных особенностей крупных развивающихся стран (Россия, Китай, Бразилия и ряд других стран) является большая роль государственных и квазигосударственных компаний в финансировании и поддержке развития национальной экономики. Так, сегодня в России

большая часть крупных и важных для экономики инвестиционных проектов софинансируется крупными банками с государственным участием (Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк, Газпромбанк), государственными корпорациями и компаниями, сформированными по отраслевому принципу (Ростехнологии, РЖД, Объединенная судостроительная компания и другие) и государственными институтами развития (Внешэкономбанк, Роснано, Российская венчурная корпорация). Как правило, такие компании, с учетом их государственного статуса и лежащих на них обязательствах по практической реализации государственных задач, готовы предоставлять финансирование на лучших по сравнению с рыночными условиях (меньшая стоимость финансирования, большие сроки, меньшие требования по обеспечению).

Механизм инфраструктурных облигаций позволяет учесть данную особенность российской экономики и разработать соответствующую структуру выпуска, способную, с одной стороны, освободить балансы таких компаний от нерыночных и неликвидных активов (что особенно актуально для банков), во-вторых, упростить механизм передачи прав на инвестиции в соответствующий проект и, в-третьих, снизить общую стоимость финансирования проекта и повысить интерес к нему со стороны частных инвесторов.

Реализация данной концепции возможна за счет разделения всего объема займа на несколько траншей, различающихся по:

- Старшинству в порядке удовлетворения требований кредиторов при банкротстве (недостаточности денежных потоков для произведения всего объема текущих выплат). При этом государственные агенты способны принять на себя большие риски при сохранении той же нормы доходности, что и у более старших траншей. При этом риски и, соответственно, требуемая норма доходности держателей облигаций старших траншей снижаются. Очевидно, однако, что рыночная стоимость таких облигаций будет ниже

облигаций более старших траншей и поэтому в первые несколько лет реализации проекта продажа таких облигаций на открытом рынке будет убыточна для государственных агентов. В то же время при достижении определенного прогресса в реализации проекта, его риски снизятся, тем самым, приводя к росту стоимости облигаций, позволяя государственным агентам с прибылью выйти из этих инвестиций. Кроме того, такой механизм также способен оказать положительное воздействие на эффективность реализации проекта в силу большей заинтересованности банков и иных государственных агентов в соблюдении сроков и стоимости строительства.

- Типу облигаций. Приобретение государственными агентами облигаций, конвертируемых в акции проектной компании, целесообразно по нескольким причинам. С одной стороны, стоимость финансовых ресурсов, привлеченных путем выпуска таких облигаций, ниже по сравнению с традиционными облигациями. С другой стороны, приобретение такого инструмента создает для государственных агентов большие стимулы для контроля эффективности реализации проекта и иные действия, способствующие росту отдачи от проекта⁷². Кроме того, данный механизм позволяет реплицировать имеющуюся практику вхождения государственных агентов в акционерные капиталы проектных компаний, реализующих инфраструктурные проекты (см. иллюстрацию работы данного механизма в Приложении 1)

Развитие инфраструктуры, как говорилось выше, включает в себя не только реализацию крупных инфраструктурных проектов федерального и регионального масштаба, но и множества небольших проектов, повышающих качество инфраструктуры на местах и обязательных для создания современной инфраструктурной системы страны. Однако относительно

⁷² Например, в случае с проектом строительства платной автодороги, банки могут разработать программу льготного кредитования проектов строительства коммерческих объектов в придорожной зоне, тем самым, повышая спрос на услуги объекта инфраструктуры и его денежные потоки.

небольшой размер таких проектов и отсутствие у местных органов власти достаточного для правильной разработки и структурирования проектов опыта требует создание альтернативного инструмента финансирования таких проектов (помимо бюджетного, кредитного и выпуска инфраструктурных облигаций для финансирования конкретного проекта).

Роль организатора финансирования для небольших местных проектов на себя может взять один из государственных агентов, среди которых оптимальной кандидатурой выглядит Внешэкономбанк. Привлечение финансовых ресурсов этих проектов может быть организовано в виде выпуска инфраструктурных облигаций фонда или иной специальной компании, созданной и управляемой Внешэкономбанком (участие ВЭБа и иных крупных инвесторов в формировании капитала фонда окажет положительное воздействие на инвесторов, так как будет способствовать повышению эффективности управления проектами). Средства фонда в свою очередь могут быть вложены одновременно в несколько проектов, выбранных либо по отраслевому (водоочистные сооружения, дамбы, развитие общественного транспорта ит.п.), либо по географическому (проекты в определенной области, макрорегионе), что позволит точнее позиционировать финансовый инструмент среди инвесторов и гарантировать справедливый уровень доходности по облигациям. При этом стоит большое внимание уделить процессам раскрытия информации о ходе реализации каждого отдельного проекта с целью предоставления инвесторам возможности корректно оценить риски инвестиций, а также обеспечить более действенный контроль эффективности реализации проектов.

Создание инфраструктурных фондов на базе крупной финансовой компании с государственным участием позволит значительно увеличить объем привлекаемых средств в небольшие проекты и снизить стоимость их финансирования. Государство при этом получает возможность осуществлять экономическую и социальную политику через участие в определении проектов, финансируемых за счет средств фонда. Кроме того,

инфраструктурные облигации, выпущенные от лица фонда, способны привлечь инвесторов более равномерным распределением денежных потоков во времени (при условии финансирования из средств фонда проектов с различными сроками реализации), а также наличием профессионального управляющего с опытом успешной реализации инфраструктурных проектов.

Большое значение для создания эффективного механизма частного финансирования инфраструктурных проектов имеет создание активного и глубокого рынка инфраструктурных облигаций. Долгосрочный финансовый инструмент с относительно невысоким уровнем риска и высоким уровнем ликвидности мог бы стать интересным вариантом вложения свободных финансовых ресурсов практически для всех категорий инвесторов. Однако особое внимание стоит уделить страховым компаниям и пенсионным фондам, основным источникам «длинных» денег в экономике. Привлечение финансовых ресурсов институциональных инвесторов возможно при внесении соответствующих поправок в следующие нормативные акты:

- «Правила размещения страховщиками средств страховых резервов»⁷³ в части включения доходных облигаций в список активов, принимаемых для покрытия страховых резервов и приравнивания доходных облигаций к муниципальным (в случае предоставления муниципалитетом определенных гарантий в определенном размере – в процентах от величины обязательства), государственным (в случае предоставления государственных гарантий в определенном размере – в процентах от величины обязательства) или корпоративным («иным»);
- «Правила размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением»⁷⁴ в части включения инфраструктурных облигаций в

⁷³ Утверждены приказом Минфина РФ от 8 августа 2005 г. № 100н

⁷⁴ Утверждены постановлением Правительства РФ от 1 февраля 2007 г. №63.

список активов, которые могут составлять пенсионные резервы фонда;

- Инструкцию ЦБ РФ «Об обязательных нормативах банков»⁷⁵ в части включения вложений в инфраструктурные облигации во вторую или третью группу активов (в зависимости от объема предоставленных гарантий и/или других показателей их качества);

- «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»⁷⁶ в части включения в состав активов, которые могут составлять паевой или акционерный инвестиционный фонда.

Данные меры позволят создать спрос на инфраструктурные облигации со стороны институциональных инвесторов. Включение доходных инфраструктурных облигаций в перечень облигаций, сумма процентов по которым не подлежит налогообложению по НДФЛ в рамках пункта 25 статьи 217 НК РФ⁷⁷, а также установление льготного налогообложения доходов юридических лиц, полученных от владения и реализации инфраструктурных облигаций⁷⁸, позволит повысить интерес индивидуальных инвесторов и прочих юридических лиц к инвестированию в инфраструктурные облигации, а также снизить стоимость привлечения финансовых ресурсов.

Еще одной мерой налоговой поддержки инфраструктурных проектов и повышению их доходности, а значит и интереса частных инвесторов, является распространенная в некоторых государствах практика освобождения специально созданных для реализации инфраструктурного проекта компаний от уплаты местных и региональных налогов, а также

⁷⁵ Инструкция ЦБ РФ от 16 января 2004 г. № 110-И

⁷⁶ Утвержден приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 20 мая 2008 г. N 08-19/пз-н

⁷⁷ Пункт 25 статьи 217 главы 23 (Налог на доходы физических лиц) НК РФ гласит: «Не подлежат налогообложению следующие виды доходов физических лиц: суммы процентов по государственным казначейским обязательствам, облигациям и другим государственным ценным бумагам бывшего СССР, Российской Федерации и субъектов Российской Федерации, а также по облигациям и ценным бумагам, выпущенным по решению представительных органов местного самоуправления».

⁷⁸ На сегодняшний день ставка налога на прибыль организации по доходу в виде процентов по государственным и муниципальным ценным бумагам составляет 15%. (статья 284 п.4.1 НК РФ)

налога на прибыль в части, находящейся в полномочии субъекта федерации и органов местного самоуправления.

Заключение

Инфраструктурные облигации являются одним из наиболее перспективных финансовых инструментов, способных решить поставленные перед российской экономикой задачи, и поэтому отмечается важность тщательной разработки модели их регулирования и выпуска, позволяющих извлечь максимальные выгоды для развития инфраструктуры.

История активного использования облигаций для финансирования инфраструктурных проектов насчитывает более 20 лет. За это время было разработано большое количество различных видов инфраструктурных облигаций, отличающихся друг от друга источниками погашения обязательств, степенью участия государства и муниципалитета, механизмами распределения рисков, сроками, валютой обязательств и рядом других условий. Отсутствие единого универсального механизма выпуска инфраструктурных облигаций связано как с разнообразием инфраструктурных проектов, так и с различиями в общеэкономической, политической и правовой среде отдельных стран и регионов.

В связи с этим конструирование любого выпуска инфраструктурных облигаций должно начинаться с тщательного изучения особенностей финансируемого проекта: стоимости и длительности строительных работ, срока окупаемости и жизни проекта, переменных и постоянных затрат при использовании объекта инфраструктуры, спроса на производимые услуги, системы тарифного ценообразования, конкурентной среды.

На основе данного анализа из всего множества существующих и применяющихся в различных ситуациях условий выпуска облигаций необходимо выбрать наиболее адекватные конкретному инфраструктурному проекту, его рискам, а также проводимой государством или муниципалитетом инвестиционной политики в области инфраструктуры и их финансовым возможностям.

Возможно создание такого выпуска, который потребует от государства лишь некоторых первоначальных вложений, а все риски будут переданы либо частным инвесторам, либо третьим лицам. Такие инфраструктурные облигации окажутся наиболее эффективным способом финансирования проектов с высоким потенциалом доходности (например, некоторые спортивные сооружения, платные автомобильные дороги, аэропорты и морские порты) и при наличии скромных финансовых возможностей местных, региональных и государственных бюджетов.

Выпуск облигаций под общие гарантии, когда весь объем платежей в погашение облигации обеспечивается всеми статьями дохода соответствующего бюджета, наоборот эффективен при финансировании проектов с низким потенциалом доходности, но имеющих важное социальное значение, а также при наличии свободных финансовых ресурсов в соответствующих бюджетах.

Анализ зарубежного опыта применения различных видов инфраструктурных облигаций, с различными условиями выпуска позволяет при разработке собственного механизма финансирования конкретного инфраструктурного проекта сделать этот механизм наиболее эффективным, отвечающим всем внешним и внутренним факторам.

Задачей государственных органов законодательной и исполнительной власти является создание такого правового поля, которое позволит увеличить общий объем инвестиций в развитие инфраструктуры, в том числе за счет привлечения частного капитала. Успешное внедрение инфраструктурных облигаций как одного из наиболее перспективных инструментов решения стоящей перед ними задачи возможно лишь при одновременном выполнении ряда условий.

Во-первых, законодательное регулирование использования облигаций для финансирования инфраструктурных проектов должно иметь рамочный характер и предоставлять возможность учета всех особенностей проекта при конструировании выпуска.

Во-вторых, должны быть задействованы правовые механизмы повышения инвестиционной привлекательности инфраструктурных облигаций и создания глубокого и развитого финансового рынка в России.

Только при наличии совместной деятельности органов законодательной власти, органов государственной и муниципальной исполнительной власти, государственных компаний, ответственных за развитие инфраструктуры в стране, частных инвесторов и финансовых организаций, занимающихся разработкой структуры и привлечением финансирования по изучению и анализу зарубежного опыта, разработке законодательной базы и адаптации условий выпуска к особенностям конкретных проектов возможно успешное применения инфраструктурных облигаций для финансирования строительства и модернизации объектов инфраструктуры в России.

Список литературы

I. Нормативные документы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. N 145-ФЗ
2. Федеральный закон от 21 июля 2005 г. N 115-ФЗ "О концессионных соглашениях"
3. Приказ Минфина РФ от 8 августа 2005 г. № 100н
4. Постановление Правительства РФ от 1 февраля 2007 г. №63
5. Инструкция ЦБ РФ от 16 января 2004 г. № 110-И
6. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 20 мая 2008 г. N 08-19/пз-н

II. Монографии

7. Делмон Джеффри. Государственно-частное партнерство в инфраструктуре практическое руководство для органов государственной власти. Всемирный банк. ИЦ Апельсин, Астана. - 2010

III. Статьи в периодических изданиях

8. Сизов Ю. Инфраструктурные облигации – гарантированная доходность в долгосрочной перспективе // РЦБ. – 2009.

IV. Интернет-ресурсы

9. Сайт Национальной ассоциации пенсионных фондов.
<http://napf.ru/>
10. Методология Всемирного Банка // Private Participation in Infrastructure Database – ppi.worldbank.org
11. [Invest.gov.ru](http://invest.gov.ru)
12. <http://www.indianexpress.com/oldStory/64122/>

V. Источники на иностранных языках

13. Alfredo Marvão Pereira, Jorge M. Andraz. On the economic effects of public infrastructure investment: A survey of the international evidence. College of William and Mary. Department of Economics. Working Paper Number 108, December 2010
14. Business Monitor International. Russia Infrastructure Report Q3 2011. April 2011

15. Dominguez Jorge. Infrastructure Bonds in Chile. Presentation by Banco Santander Corporate Finance Latinamerica. Washington, D.C., 2003.
16. Kristian Uppenberg, Hubert Strauss and Rien Wagenvoort. Financing infrastructure: A review of the 2010 EIB Conference in Economics and Finance. European Investment Bank, January 2011
17. Nicolopoulos Adam. Innovative financing techniques: Project Bonds. The first infrastructure bond in Central and Eastern Europe // UBS Presentation, 2004.//
http://www.moscowdebt.ru/common/en/conference_and_roundtables/conference/2004/Regions2004/RCRConf17052004_Panel1_UBS.pdf
18. Vikram Cuttaree, Cledean Mandri-Perrott. Public-Private Partnerships in Europe and Central Asia. Designing crisis-resilient strategies and bankable projects. The International Bank of Reconstruction and Development / The World Bank, 2010
19. Suk Hyun, Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino. Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia // JBICI Discussion Paper. – 2008.- No. 15.
20. Toshiro Nishizawa, Naoyuki Yoshino. Effectiveness of Infrastructure Investment and Revenue Bond // Presentation at Public-Private Partnerships in Infrastructure Days organized by World Bank Institute. Washington, D.C., 2008
21. Cledean Mandri-Perrott. Mobilizing Private Capital and Management into Infrastructure Development. Workshop, PPP in Highways, Latvia May 9th 2006
22. Habeck Odo, Matsukawa Tomoko. Review of Risk Mitigation Instruments for Infrastructure Financing and Recent Trends and Developments. Washington, D.C.: World Bank and PPIAF. 2007
23. International Financial Services, London (IFSL) 2009. IFSL Research: Fund Management 2009. Доступен по адресу: <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=47>.
24. Paving the Way: Maximizing the Value of Private Finance in Infrastructure. World Economic Forum in collaboration with Pricewaterhouse Coopers, New York, USA, 2010
25. State Administrative Manual of California, article 6871 “General Obligation Bonds”. Статья 6871 Административного Справочника штата Калифорния (Доступен для просмотра по адресу: <http://sam.ca.gov/default>)

26. Infrastructure Bond Fact Sheet. Los Angeles County Metropolitan Transportation Authority. October, 2006
27. Venkatachalam Pritha. Innovative Approaches to Municipal Infrastructure Financing: A case study on Tamil Nadu, India. Development Studies Institute of London School of Economics and Political Science Working Paper. London, 2005.
28. Watson Wyatt. 2009. Global Alternatives Survey, July. Доступен по адресу: <http://www.towerswatson.com/GAS2009>.
29. Watson Wyatt. 2009. Global Pension Assets Survey, January. Доступен по адресу: http://www.watsonwyatt.com/asia-pacific/localsites/korea/Ideas_and_Research/Business_Issues/Data/2009GlobalPensionStudy.pdf.
30. Subsidizing Infrastructure Investment with Tax-Preferred Bonds. A joint Congressional Budget Office/Joint Committee on Taxation Study. Washington, D.C., October 2009.
31. Internal Revenue Code of 1986

VI. Прочие источники

32. Развитие инфраструктуры в России: новые задачи, старые проблемы. // Центр Макроэкономических исследований Сбербанка России. - 21 апреля 2010 года.
33. Отчет Всемирного Банка о российской экономике.- 16 июня 2010 года
34. Проект ФЗ «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций»
http://www.ffms.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id_3=308&year_3=2009&month_3=9
35. PricewaterhouseCoopers. Report in Infrastructure Funds. 2009

Приложения

Приложение 1. Инфраструктурные облигации с возможностью их конвертации в облигации, с купоном, зависящим от финансовых результатов

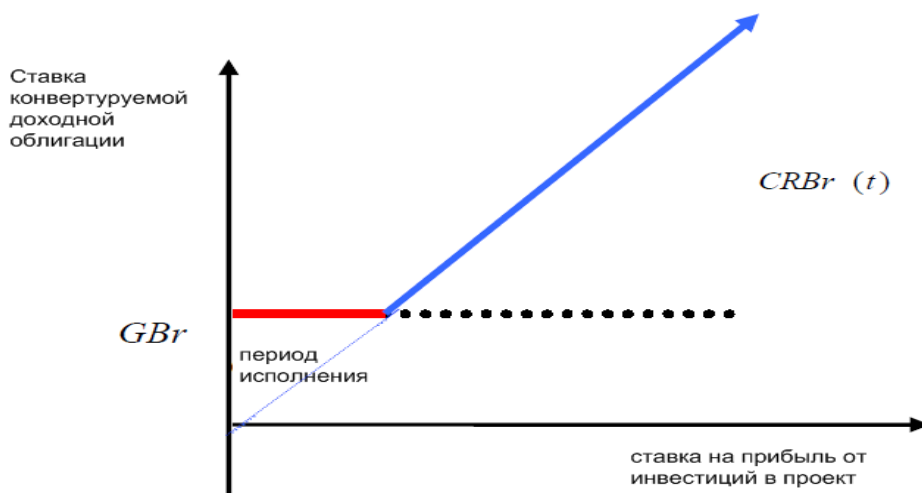


Рисунок 1. Ставка доходности по инфраструктурным облигациям с возможностью их конвертации в облигации, с купоном, зависящим от финансовых результатов

$$CRBr(t) = \text{Max}(GBr, PRR(t))$$

GBr – доходность по государственным облигациям

$PRR(t)$ – доходность проекта

Приложение 2. Инвестиции в развитие инфраструктуры, в % от ВВП⁷⁹

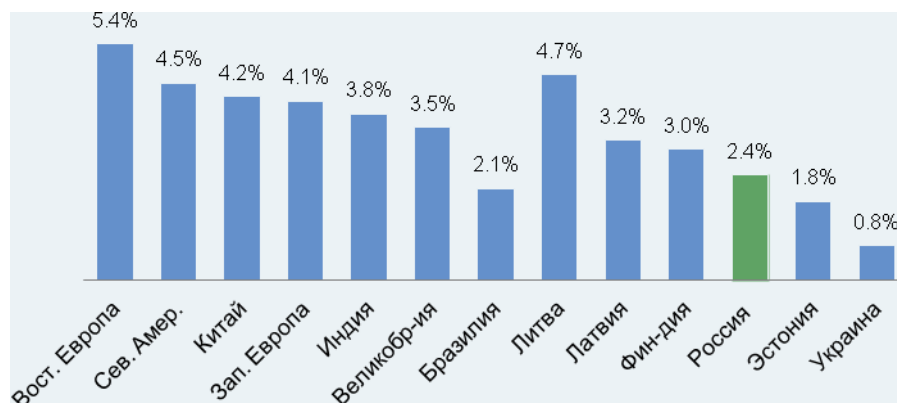


Рисунок 2. Инвестиции в развитие инфраструктуры, в % от ВВП

⁷⁹ Данные агентства Business Monitor International