

## НОВЫЙ МЕХАНИЗМ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕСУРСОВ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ

Канд. экон. наук ПОПКОВА А. С.

Белорусский национальный технический университет

В современных условиях посткризисного формирования экономики многие страны вынуждены проводить жесткую бюджетную политику посредством секвестирования государственных расходов. Часто запланированные инвестиционные проекты не получают достаточного финансирования из бюджетных источников. В то же время замораживание строительства, реконструкции и модернизации инфраструктурных объектов в период восстановления экономик нецелесообразно, так как активное развитие инфраструктуры является необходимым условием формирования базы для последующего экономического роста, повышения уровня жизни населения.

В мировой экономической системе инвестиции в инфраструктуру составляют в среднем от 0,8 до 5,4 % ВВП (рис. 1). Финансирование проектов осуществляется как за счет государственных, так и частных инвестиций.

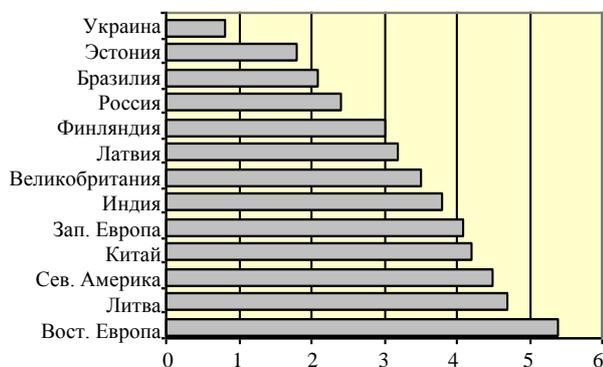


Рис. 1. Инвестиции в развитие инфраструктуры, % от ВВП (источник: данные агентства Business Monitor International)

Финансирование инфраструктурных проектов в Республике Беларусь является прерогативой государства. Для этого используются бюджетные средства и привлеченные ресурсы, выплаты по которым осуществляются за счет бюджета. В частности, традиционно размещаются государственные и муниципальные облигационные займы. Например, в Минске по 31 января 2018 г. проводится четырехместный облигационный займ объемом 500 млрд руб. Заемные средства предполагается направить на строительство внеквартальных инженерных сетей в жилых районах Каменная Горка, Масюковщина, реконструкцию улиц Притыцкого, Алибегова и других объектов, включенных в столичную Инвестиционную программу. Размещение облигаций осуществляется путем продажи ОАО «Беларусбанк». Выплата процентного дохода по облигациям 4-го займа будет осуществляться за счет бюджета г. Минска. Сдерживающим фактором при такой схеме инвестирования является ограниченный объем бюджетных ресурсов, поэтому многие объекты транспортной, коммунальной, энергетической и социальной инфраструктуры в Беларуси испытывают дефицит финансирования. Кроме того, в качестве основных инвесторов на облигационном рынке выступают банки, а значительный потенциал других видов коллективного инвестирования остается нереализованным.

Для строительства инфраструктурных объектов привлекаются китайские кредиты (табл. 1), которые предоставляются Беларуси на выгодных условиях: LIBOR + (3,0–4,5) % годовых на 8–15 лет. Однако данные кредиты являются связанными и выдаются на определенных условиях.

Таблица 1

## Реализованные и возможные перспективные инфраструктурные проекты с участием китайского капитала

Название проекта (годы)	Описание	Участие китайской стороны	Сумма кредита
Минская ТЭЦ-5 (2008–2011)	Строительство нового энергоблока	Кредит Эксимбанка КНР, китайское оборудование, подрядчик – Китайская национальная корпорация по зарубежному экономическому сотрудничеству	260 млн евро
Минская ТЭЦ-2 (2007–2011)	Увеличение мощности	Льготный займ Эксимбанка Китая, китайское оборудование, китайский подрядчик – Китайская национальная корпорация по зарубежному экономическому сотрудничеству	43 млн дол.
Дорожное хозяйство (2012–...)	Реконструкция дороги Жлобин – Гомель М-5/Е271	Кредит Эксимбанка КНР, подрядчик China Road and Bridge Corporation	340 млн дол.
Национальный аэропорт «Минск» (2012–...)	Модернизация, строительство дополнительных полос и инфраструктуры	Китайский кредит, оборудование и подрядчик – Всекитайская импортно-экспортная компания точного машиностроения	Около 600 млн дол.
Березовская и Лукомльская ГРЭС (2012–...)	Строительство дополнительных энергоблоков и инфраструктуры	Кредит Эксимбанка КНР, китайское оборудование и подрядчик – Китайская машиностроительная инжиниринговая корпорация	634 млн дол.
<b>Примечание.</b> Составлено автором на основе [1, 2].			

Для получения ресурсов требуется предоставление правительственной гарантии, а также страхование кредита в Китайской компании по страхованию экспортных кредитов SINOSURE (6–7 % от суммы кредита и процентов по нему). Значимая часть объема кредита должна использоваться на закупки китайского оборудования, оплату услуг китайских специалистов. Данные условия ограничивают выбор реципиентом инвестиций возможных схем и условий реализации проекта. Следует отметить, что привлечение прямых китайских инвестиций для реализации проектов было бы более предпочтительным вариантом, поскольку прямые иностранные инвестиции не повышают внешний долг страны. Кроме того, ввозимые китайские товары увеличивают объем импорта в страну, что негативно сказывается на состоянии внешнеторгового сальдо.

Существует объективная необходимость внедрения в практику новых финансовых инструментов, позволяющих привлекать частные инвестиции для реализации инфраструктурных проектов. Строительство и модернизация технических и инженерных сооружений требуют финансовых и временных затрат, в то время как результат их эксплуатации не всегда имеет форму генерируемого 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 [3]. Данные особенности делают многие инфраструктурные проекты экономически непривлекательными

для частных инвесторов, однако использование специальных структурных схем проектного финансирования позволяет преодолеть имеющиеся недостатки инфраструктуры как объекта инвестиций.

В мировой экономической системе для аккумуляции инвестиционных ресурсов с целью реализации инфраструктурных проектов используется механизм доходных инфраструктурных облигаций (Revenue bonds). Инфраструктурные облигации (ИО) – это ценные бумаги с длительным сроком погашения, позволяющие привлечь финансовые ресурсы на долгосрочной основе для реализации инфраструктурных проектов. Это проектные ценные бумаги, т. е. их размещение возможно исключительно в рамках конкретного инвестиционного проекта по созданию объектов инфраструктуры. Они имеют долгосрочный период обращения облигаций, привязанный к сроку строительства (реконструкции) инфраструктурного объекта и к периоду его эксплуатации (окупаемости), в среднем составляющему 15–25 лет. В отличие от традиционных государственных займов выплаты по доходным ИО осуществляются за счет поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры. Таким образом, выпуск ИО позволяет экономить бюджетные средства. В то же время для погашения выплат по облигациям должна быть установлена плата за пользование объектом инфраструктуры.

Для финансирования проектов энергетической, коммунальной, транспортной инфраструктуры в Республике Беларусь предлагается организовать выпуск инфраструктурных облигаций

по концессионной схеме. Государство оставляет за собой право собственности на объект инфраструктуры, а фирме-концессионеру предоставляется возможность эксплуатации объекта. В данном случае процесс выпуска ИО можно представить в виде этапов, приведенных на рис. 2.

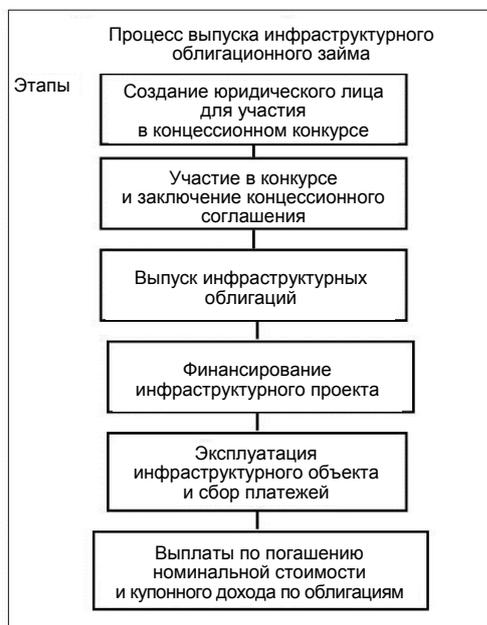


Рис. 2. Реализация процесса выпуска инфраструктурных облигаций по концессионной схеме

Как правило, при реализации такой схемы финансирования выпуск облигаций производится специально созданной проектной компанией (SPV), основной задачей которой является строительство или модернизация конкретного инфраструктурного проекта. В качестве ее учредителей могут выступать частные компании, имеющие опыт работы в данной сфере, банки, инновационные, инвестиционные, страховые и пенсионные фонды, фонды прямых и портфельных инвестиций, государство. Сформированный за счет денежных и имущественных взносов основных акционеров уставный капитал выступает базой для привлечения заемных ресурсов, доля которых обычно составляет от 70 до 90 % стоимости проекта.

Наличие рыночной оценки стоимости облигаций является хорошим критерием эффективности реализации проекта. Кроме простых ИО, имеется возможность выпуска специальных ИО, конвертируемых впоследствии в акции компании, занимающейся эксплуатацией инфраструктурного объекта, что повысит привлекательность данных ценных бумаг. Имеется возможность создания на основе ИО финансового инструмента с защитой от инфляционных

процессов путем привязки размера купонных платежей к уровню инфляции [3].

При реализации выпуска ИО большое значение имеет распределение рисков, которые могут возникнуть на разных этапах реализации инфраструктурного проекта. В частности, это могут быть риски, связанные с недополучением финансирования при реализации облигационного займа; превышением расходов при строительстве, модернизации или реконструкции объекта; недостаточными поступлениями от эксплуатации объекта инфраструктуры. Для минимизации вышеуказанных рисков в мировой практике применяются различные механизмы: налоговые льготы для владельцев облигаций и фирм-концессионеров, государственные и банковские гарантии, контроль государственных органов за целевым расходованием средств, полученных в ходе размещения ИО, страхование рисков, залог будущих денежных требований, ценных бумаг или недвижимого имущества, компенсации государством определенного объема инвестиционных затрат концессионера.

В качестве примера успешной реализации выпуска ИО можно привести российский проект строительства и эксплуатации соединительной магистрали от МКАД до трассы М-1 «Беларусь». Первый облигационный выпуск был размещен в ноябре 2010 г. в целях реализации концессионного соглашения с суммой по номиналу 8 млрд руб. с дисконтом 10 % на срок 18 лет и предусматривает ежегодные купонные выплаты. Эмитентом облигаций выступила SPV ОАО «Главная дорога» [4]. Успешной реализации выпуска ценных бумаг способствовало наличие государственной гарантии полной компенсации основной суммы долга и процентных платежей по облигационным займам в случае расторжения концессионного соглашения (в том числе и дефолте концессионера), при незапланированных негативных изменениях в проекте и его реализации. В результате облигационному выпуску был присвоен рейтинг «А» с высоким уровнем надежности, позволяющий приобретать данные ценные бумаги консервативным инвесторам, например пенсионным фондам. Внутренняя норма доходности (IRR) на средства акционеров составляет 27 %, внутренняя доходность после уплаты налогов до выплат по долгам равняется 17 %. Это достаточно высокие значения, свидетельствующие о значительной эффективности и высоком потенциале проекта. В проекте принимают участие и зарубежные компании: ALPINE BAU,

BRISA-Auto-estradas de Portugal и FCC, обладающие значительным опытом в строительстве и эксплуатации платных автодорог в Европе и большой ресурсной базой, что существенно снижает технические и проектные риски. Участие в проекте ОАО «Газпромбанк» и УК «Лидер» обеспечивает проекту поддержку при организации финансирования. В Китае дорожное строительство на 70 % финансируется за счет выпуска ИО.

В Беларуси в соответствии с Государственной программой «Дороги Беларуси» на развитие дорожной сети потребуется дополнительное финансирование в объеме 2243 млрд руб. (756 млн дол. США) для республиканских дорог на период до 2016 г. Этот дефицит инвестиций в дорожную инфраструктуру мог бы быть профинансирован за счет выпуска ИО. В стране данные ценные бумаги по вышеуказанной схеме пока не выпускались. Инфраструктурные облигации не регламентированы белорусским законодательством и на первоначальном этапе могут выпускаться корпоративные облигации, размещаемые эмитентом-концессионером с целью привлечения финансирования строительства или реконструкции объектов инфраструктуры. Для более эффективного применения данного финансового инструмента необходимо создание нормативно-правовой базы, регулирующей условия выпуска ИО. Для этого целесообразно создать благоприятные условия для реализации инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства, эмиссии и обращения ИО, обеспечения прав владельцев данных ценных бумаг, оказания государственной поддержки эмитентам ИО.

## ВЫВОДЫ

1. На современном этапе развития экономики дефицит финансирования инфраструктурных объектов является сдерживающим фактором экономического роста и негативно сказывается на качестве жизни населения. С целью преодоления разрыва между потенциальной потребностью в инвестициях и реальным объемом финансирования инфраструктурных объектов предлагается использовать новый механизм привлечения инвестиционных ресурсов – выпуск доходных инфраструктурных облигаций. Применение механизма инфраструктурных облигаций будет способствовать активному строительству и модернизации объектов инфраструктуры, замещению государственных инвестиций частными, реализации взаимо-

выгодных схем сотрудничества государства и частных предпринимательских структур, привлечению иностранных инвестиций в экономику Республики Беларусь.

2. При реализации инвестиционных инфраструктурных проектов целесообразно учитывать не только возможную коммерческую доходность проекта, но и его социальные положительные эффекты, повышающие уровень жизни населения. Если денежные потоки, генерируемые проектом, недостаточны для покрытия затрат инвесторов, государство может предоставить фирме-концессионеру гарантии, инвестиционные и налоговые льготы, а также частично компенсировать определенную часть обязательств по проекту. Это позволит минимизировать риски инвесторов, снизить зависимость платежной функции облигаций исключительно от эффективности реализации инфраструктурного проекта, что повысит инвестиционный рейтинг инфраструктурных облигаций как ликвидного финансового инструмента рынка ценных бумаг и будет способствовать расширению круга потенциальных покупателей инфраструктурных облигаций.

3. Приоритетным направлением экономического развития Беларуси в ближайшей перспективе должно стать формирование благоприятных экономических, нормативно-правовых и организационных условий для становления и развития финансовых институтов коллективного инвестирования (венчурных фондов, фондов банковского управления, посевного инвестирования, прямых и портфельных инвестиций и др.), а также эффективного взаимодействия государственного и частного секторов экономики. Национальные фонды коллективного инвестирования могут послужить базой для привлечения средств иностранных инвесторов в страну, стать источником капитала для финансирования инфраструктурных проектов.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Рудый, К. Кредитно-инвестиционное сотрудничество Беларуси и Китая / К. Рудый // Банковский вестник. – 2011. – Окт. – С. 47–53.
2. Превратится ли Беларусь в китайскую провинцию? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://smaliavichy.by/2012/01>. – Дата доступа: 11.03.2012.
3. Использование инфраструктурных облигаций для финансирования проектов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.mirkin.ru>. – Дата доступа: 12.04.2012.
4. Макаревич, К. А. Инфраструктурные облигации: иностранный опыт и нормативно-правовое регулирование в России / К. А. Макаревич // Вопросы экономики и права. – 2011. – № 2. – С. 207–214.

Поступила 09.07.2012