

Финансы и кредит**МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ
ФИНАНСИРОВАНИЯ
ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ****Ирина ФРЕЙДИНА**

Ирина Александровна Фрейдина —
аспирант, РАНХиГС
(119571, Москва, просп. Вернадского, д. 82).
E-mail: iforte-i@yandex.ru

Аннотация

В статье рассматривается практический опыт финансирования инфраструктурных проектов в США, Австралии, Чили, Китае, Индии и Казахстане. Обозначены особенности обращения инфраструктурных облигаций. Финансирование инфраструктурных проектов за счет облигаций имеет как свои преимущества, так и недостатки. В мировой практике существуют примеры успешного применения механизма эмиссии инфраструктурных облигаций для финансирования реальных проектов. В США инфраструктурные облигации выпускаются на уровне муниципалитетов и носят название специальных целевых облигаций. Эмитируются облигации как общего покрытия (general bonds), так и обеспеченные денежными потоками от конкретных проектов строительства объектов инфраструктуры (revenue bonds). В последние годы в мировой практике активно развивается финансирование инфраструктурных проектов за счет акционирования. С целью привлечения инвестиций в странах с преимущественно развитой экономикой создаются инфраструктурные фонды, которые занимают уже 2% в общей структуре инвестиционных фондов. Крупнейшим мировым инвестором в развитие транспортной инфраструктуры является Китай, вкладывающий в инфраструктурные проекты суммы, эквивалентные 8% национального ВВП. В структуре финансирования объектов транспортной инфраструктуры Индии основная ставка делается на частный капитал. Доля средств государственного бюджета и правительственных займов в объеме инфраструктурных инвестиций составляет немногим более 35%. Серьезной проблемой внедрения инфраструктурных облигаций в России на данный момент является несовершенство правового механизма для эффективного внедрения данного вида финансовых инструментов. Приведены рекомендации по внедрению инфраструктурных облигаций на российский финансовый рынок. Международный опыт применения облигаций для организации финансирования проектов строительства и модернизации транспортной инфраструктуры позволяет утверждать, что данный канал привлечения инвестиций является наиболее перспективным для России.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации, государственно-частное партнерство, институты развития, транспортная инфраструктура.

JEL: G20, G23.

В период до мирового финансового кризиса 2007–2008 годов структура проектного финансирования имела относительно классический вид. Заемные средства привлекались преимущественно за счет синдицированных банковских кредитов. При этом во второй половине 2000-х годов начал развиваться рынок производных финансовых инструментов, основывавшихся на денежных потоках инфраструктурных проектов. Так, начали создаваться инфраструктурные фонды, которые предоставляли возможность относительно мелким частным инвесторам вложиться в крупные инфраструктурные проекты. В качестве набирающих популярность инструментов финансирования инфраструктурных проектов следует обратить внимание на вендорные и ЛВО-кредиты. Также идет борьба за привлечение в инфраструктурное строительство средств пенсионных фондов, страховых компаний и фондов национального благосостояния.

Финансирование инфраструктурных проектов за счет облигаций имеет как преимущества, так и недостатки. К преимуществам следует отнести в первую очередь более низкую стоимость заимствований и возможность привлечения к финансированию целый ряд частных и институциональных инвесторов. К недостаткам следует отнести то, что облигации представляют собой более сложный тип финансового инструмента. Чтобы облигации были привлекательны для институциональных и частных инвесторов, необходимо решить ряд вопросов с их размещением. Это в первую очередь проблема распределения рисков по стадиям реализации проекта. Проводя аналогию с рейтингом корпоративных облигаций, следует отметить, что на более ранних стадиях реализации инфраструктурных проектов их облигации будут иметь более низкий рейтинг, поскольку существует довольно большой риск неудачи проекта [Davison et al., 2013].

В мировой практике существуют примеры успешного применения механизма эмиссии инфраструктурных облигаций для финансирования реальных проектов. В США инфраструктурные облигации выпускаются на уровне муниципалитетов и носят название специальных целевых облигаций. Эмитируются облигации как общего покрытия (*general bonds*), так и обеспеченные денежными потоками от конкретных проектов строительства объектов инфраструктуры (*revenue bonds*)¹. Доходы от муниципальных облигаций в США, как правило, не облагаются налогами, что создает дополнительную привлекательность для инвесторов. По состоянию на начало 2016 года объем эмиссии муниципальных облигаций в США составил 3,8 трлн долл., или 9% от общей суммы задолженности по американским облигациям².

¹ Следует отметить, что данный вид облигаций выпускается не только с целью финансирования инфраструктурных проектов. Целевыми могут выступать проекты в области образования, медицины, жилищного строительства и т. д.

² Данные SIFMA.

Помимо муниципальных на рынке США циркулируют и корпоративные инфраструктурные облигации, которые выпускаются в рамках проектов концессий (аналога государственно-частного партнерства). Данные виды облигаций обеспечены либо государственными гарантиями, либо гарантиями крупных коммерческих банков США.

Также примером успешного применения инфраструктурных облигаций может служить *Австралия*. Данный вид облигаций выпускается правительством под финансирование заранее оговоренного в законодательстве списка инфраструктурных объектов: наземный и воздушный транспорт, электроэнергетика, газо- и водоснабжение, канализационные сооружения. В Европе инфраструктурные облигации выпускались *Францией* для финансирования проектов строительства стадионов во время подготовки к чемпионату мира по футболу 1998 года.

Из развивающихся стран примечателен успешный пример использования инфраструктурных облигаций для финансирования концессионных проектов в сфере металлургии и жилищно-коммунального хозяйства в *Чили*. Благодаря применению механизма государственно-частного партнерства и рассмотренной схеме финансирования доля частных инвестиций в объекты инфраструктуры Чили выросла с 9 до 65% в период с 1995-го по 2005 год [Bethell, 2009]. Законодательством Чили предусматривается сложный, но применимый на практике механизм распределения ответственности между эмитентами инфраструктурных облигаций и государством. Данный механизм включает следующие элементы:

- назначение представителя держателей облигаций и его надзор над менеджментом оператора проекта;
- наличие агентов управляющего и строительного надзора;
- строго регламентированный перечень объектов для вложений оператора проекта привлеченных средств;
- задействование механизма доверительного управления для эмитента облигаций [Качалина, Лебедева, 2009].

Помимо облигаций в последние годы начинает использоваться ряд других схем вовлечения институциональных инвесторов в финансирование инфраструктурных проектов [Della Croce, Sharma, 2014].

В целом потребности в инфраструктурных инвестициях существенны во многих странах мира как с развитой, так и с развивающейся экономикой. По оценкам *McKinsey*, потребности в инвестициях в инфраструктуру Индии к 2030 году составят 7% национального ВВП, в инфраструктуру Китая — 6,4%, в США и ЕС — 3,6 и 3,1% соответственно. Транспортная инфраструктура России нуждается во вложениях, эквивалентных 4,0% российского ВВП.

При распределении инфраструктурных инвестиций в разрезе географической локации в мировой экономике лидируют Китай,

Северная Америка и Европа. Финансирование распределяется между средствами государств и частных инвесторов в соотношении 65 на 35% в пользу средств государственного бюджета и фондов³. В структуре частных инвестиций в инфраструктурные проекты в мире преобладает заемное финансирование. Заемное финансирование в инфраструктурные проекты организуется либо за счет банковского кредитования, либо за счет выпуска корпоративных облигаций. На финансирование посредством размещения облигаций приходится 18% мировых инвестиций в инфраструктуру⁴.

В последние годы в мировой практике активно развивается финансирование инфраструктурных проектов за счет акционирования. С целью привлечения инвестиций в странах с преимущественно развитой экономикой создаются инфраструктурные фонды, которые занимают уже 2% в общей структуре инвестиционных фондов.

Проекты государственно-частного партнерства (ГЧП) в сфере развития транспортной инфраструктуры весьма распространены в странах с наиболее динамично развивающимися инвестициями в инфраструктуру — в Китае и Индии. Поскольку *Индия* является развивающейся страной, то для успешной реализации стратегии инфраструктурного строительства в данной стране, как и в России, основной акцент необходимо делать на качестве государственного управления, создании благоприятного инвестиционного климата и обеспечении макроэкономической стабильности [Nagesha, Gayithri, 2014]. В структуре финансирования объектов транспортной инфраструктуры Индии основная ставка делается на частный капитал. Доля средств государственного бюджета и правительственных займов в объеме инфраструктурных инвестиций составляет немногим более 35%. Инфраструктурные проекты финансируют в большей степени коммерческие банки, небанковские финансовые организации и страховые компании. Для привлечения частных инвестиций в развитие индийской инфраструктуры активно используются государственные корпорации развития: *India Infrastructure Finance Company Limited*, *National Highway Authority of India*, *Indian Railway Finance Company*, *Indian Leasing and Financial Services*.

Указанные компании размещают облигационные займы и выступают участниками программ ГЧП в сфере транспортной инфраструктуры. Помимо инфраструктурных облигаций в Индии широкое распространение получили гарантии указанных корпораций под обязательства частных участников ГЧП. Международные инвесторы привлекаются также посредством продажи долей в капитале крупных инвестиционных небанковских компаний Индии.

³ Данные «Газпромбанка».

⁴ Данные *Bloomberg*.

С целью увеличения привлекательности инфраструктурных инвестиций в Индии применяется ряд налоговых преференций. Так, доходы от инфраструктурных облигаций не облагаются налогами, а компании, основная деятельность которых сосредоточена в сфере развития инфраструктуры, получают налоговые каникулы сроком на 10 лет.

Крупнейшим же мировым инвестором в развитие транспортной инфраструктуры является *Kumai*, вкладывающий в инфраструктурные проекты суммы, эквивалентные 8% национального ВВП. Основные объекты транспортной инфраструктуры в Китае — автомобильные и железные дороги, причем развитие железных дорог лежит в основе концепции «Нового шелкового пути» — амбициозного проекта, который призван дать новый импульс китайской экономике и расширить мировое влияние Китая⁵. Ключевую роль в финансировании инфраструктурных проектов Китая играют национальные институты развития, роль которых выполняют государственные банки: *China Development Bank* (размер активов 1,2 трлн долл.), *Industrial and Commercial Bank of China* (размер активов 2,8 трлн долл.), *China Construction Bank* (размер активов 2,4 трлн долл.). Для реализации международных инфраструктурных проектов по инициативе Китая был создан Азиатский банк инфраструктурных инвестиций.

Особенностью структуры пассивов основного китайского банка в области финансирования инфраструктурных проектов — *China Development Bank (CDB)* — является облигационная составляющая: именно *CDB* эмитировал около половины облигаций, которые обращаются на внутреннем рынке Китая и за счет которых финансируются основные инфраструктурные проекты Поднебесной. Покупателями облигаций *CDB*, которые выпущены для финансирования инфраструктурных проектов, выступают частные китайские компании и коммерческие банки.

Модели финансирования высокоскоростных железных дорог и платных автомобильных магистралей в Китае имеют существенные различия. Высокоскоростные железные дороги финансируются за счет средств государственного и регионального бюджета (60% инвестиций) и облигационных займов (40% финансирования). При строительстве платных автомобильных дорог в Китае значительную роль играет акционирование будущих объектов, которое проходит в форме IPO на внутренних рынках. Помимо акционирования в структуре финансирования проектов строительства автомобильных дорог в Китае значительную роль играет реинвестирование денежных потоков от уже функционирующих платных автодорог. Доля IPO и реинвести-

⁵ Подробнее о концепции «Нового шелкового пути» см.: <http://www.xinhuanet.com/english/special/silkroad/>.

ванных денежных потоков в объеме финансирования таких проектов составляет 40–45%.

К сожалению, неудачным примером размещения инфраструктурных облигаций может послужить *Казахстан*. Инфраструктурные облигации выпускались предприятиями Казахстана для финансирования проектов строительства железной дороги и линии электропередач. Оба проекта финансировались в рамках договора ГЧП. Покупателями ценных бумаг выступили преимущественно казахские пенсионные фонды. И в том, и в другом случае был зафиксирован дефолт эмитента. Несостоятельность проектов была вызвана в первую очередь недостатками планирования на этапе формирования проспекта ценных бумаг и прогнозирования денежных потоков, а также недостаточно определенной солидарной ответственностью участников ГЧП и отсутствием фидуциарной ответственности сторон.

Резюмируя описанный международный опыт размещения инфраструктурных облигаций, хочется выделить следующие аспекты, которые представляются полезными для внедрения аналогичных инструментов на российском финансовом рынке:

- инфраструктурные облигации имеют значительный период до погашения — от 5 до 30 лет (как правило, период до погашения варьируется в диапазоне 15–20 лет);
- облигации обеспечены главным образом государственными гарантиями (государственные гарантии могут заменяться поручительствами, гарантиями и страховками «квазигосударственных» институтов, таких как банки развития, специализированные агентства, финансовые организации и т. д.);
- инвесторами в инфраструктурные облигации выступают преимущественно пенсионные фонды, банки развития и коммерческие банки, инвестиционные фонды. В структуре капитала основных приобретателей инфраструктурных облигаций зачастую присутствует государство;
- эмиссия инфраструктурных облигаций происходит в основном в рамках реализации механизма ГЧП или его аналогов (в ряде стран — механизма концессии);
- при выпуске инфраструктурных облигаций необходим прозрачный механизм контроля над целевым использованием привлеченных средств.

С целью привлечения частных инвесторов к работе с инфраструктурными облигациями необходимо соблюсти реализацию следующих принципов:

- низкий риск проекта и стабильность денежного потока;
- законодательное соответствие инфраструктурных облигаций требованиям для инвестирования, которые предъявляются к пенси-

онным фондам, страховым компаниям, паевым фондам открытого типа;

- вовлеченность государства в ответственность по проекту создания инфраструктурных объектов;
- возможность хеджирования рисков по инфраструктурным облигациям;
- наличие налоговых льгот для инвесторов и эмитентов инфраструктурных облигаций.

Из различных видов инфраструктурных облигаций, применяемых в международной практике, для финансирования проектов развития транспортной инфраструктуры России подходят проектные облигации (*project bonds*) или обеспеченные поступлениями облигации (*revenue bonds*). Выпуск первого вида облигаций уместен, когда эмитентом является *SPV* в рамках организации проектного финансирования. Обеспеченные поступлениями облигации целесообразно выпускать, когда реализуются крупные инфраструктурные проекты в рамках корпорации.

Таким образом, международный опыт применения облигаций для организации финансирования проектов строительства и модернизации транспортной инфраструктуры позволяет утверждать, что данный канал привлечения инвестиций является наиболее перспективным для России. Развитие рынка инфраструктурных облигаций в России не только позволит увеличить инвестиционный потенциал транспортной отрасли страны, но и будет способствовать решению другой стратегической задачи модернизации российской экономики — укрепления внутреннего финансового рынка.

Литература

1. Качалина Т., Лебедева Н. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России. 2009. Доступно в: http://www.rcb.ru/data/articles_pdf_hidden_75261/2009/11/lp/kachalina1482.pdf.
2. Bethell L. The Cambridge History of Latin America. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
3. Davison A., Kelhoffer K., Keisman D. Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983–2011. Moody's Investors Service, 2013. Available at: http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?filename=Default_and_Recovery_Rates_for_Project_Finance_Bank_Loans_1983_2011_Moodys.pdf.
4. Della Croce R., Sharma R. Pooling of Institutional Investors Capital: Selected Case Studies in Unlisted Equity Infrastructure. OECD, 2014. Available at: <http://www.oecd.org/finance/OECD-Pooling-Institutional-Investors-Capital-Unlisted-Equity-Infrastructure.pdf>.
5. Nagesha G., Gayithri K. A Research Note on the Public-Private Partnership of India's Infrastructure Development // Journal of Infrastructure Development. 2014. Vol. 6. No 2. P. 111–129.

Irina A. FREIDINA, The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, Vernadskogo prosp., Moscow, 119571, Russian Federation).

E-mail: iforte-i@yandex.ru

International Experience of Infrastructure Projects Financing

Abstract

The article examines practical experience of financing of infrastructure projects in the US, Australia, Chile, China, India and Kazakhstan. The author points out the specifics of the circulation of infrastructure bonds. Financing of infrastructure projects through bonds has both advantages and disadvantages. In the world practice, there are examples of successful application of the mechanism of issuing infrastructure bonds in order to finance real projects. In the US, infrastructure bonds are issued at the municipal level and are called special purpose bonds. In recent years, financing of infrastructure projects is actively developing in the world practice due to corporatization. In order to attract investments, infrastructure funds are being created in countries with developed economy that already account for 2% of the total investment funds. The world largest investor in the development of transport infrastructure is China which invests amounts equivalent to 8% of the national GDP in infrastructure projects. In the system of financing of the transport infrastructure facilities in India, the main focus is on private capital. The share of the state budget funds and government loans in the volume of the infrastructure investments is a little more than 35%. Today, imperfection of the legal mechanism obstructing an effective implementation of this type of financial instruments is a serious problem as regards the introduction of infrastructure bonds in Russia. The author brings forth recommendations for adoption of infrastructure bonds in the Russian financial market. The international experience of using bonds to finance the construction and modernization of transport infrastructure allows us to assert that this channel of attracting investments is the most promising for Russia.

Keywords: infrastructure bonds, public-private partnership, development institutions, transport infrastructure.

JEL: G20, G23.

References

1. Kachalina T., Lebedeva N. *Infrastrukturnyye obligatsii: byt' ili ne byt' v Rossii [Infrastructure Bonds: To Be or Not to Be in Russia]*. 2009. Available at: http://www.rcb.ru/data/articles_pdf_hidden_75261/2009/11/lp/kachalina1482.pdf.
2. Bethell L. *The Cambridge History of Latin America*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
3. Davison A., Kelhoffer K., Keisman D. *Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2011*. Moody's Investors Service, 2013. Available at: http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?filename=Default_and_Recovery_Rates_for_Project_Finance_Bank_Loans_1983_2011_Moodys.pdf.
4. Della Croce R., Sharma R. Pooling of Institutional Investors Capital: Selected Case Studies in Unlisted Equity Infrastructure. OECD, 2014. Available at: <http://www.oecd.org/finance/OECD-Pooling-Institutional-Investors-Capital-Unlisted-Equity-Infrastructure.pdf>.
5. Nagesha G., Gayithri K. A Research Note on the Public-Private Partnership of India's Infrastructure Development. *Journal of Infrastructure Development*, 2014, vol. 6, no. 2, pp. 111-129.