

Черевиков Є. Л.,

Овчарова Л. П.

СУЧАСНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЕКТІВ

На основі проведеного дослідження сучасного інструментарію фінансового забезпечення інфраструктурних проектів обґрунтовано напрями удосконалення механізмів фінансування інфраструктурних проектів з участю держави і приватного сектору в Україні.

Ключові слова: інфраструктура, інвестиційний проект, фінансове забезпечення, сек'юритизація.

Забезпечення довгострокового конкурентоспроможного соціально-економічного розвитку країни в умовах глобалізації і трансформації відносин держави й приватного сектору неможливе без розв'язання проблем оновлення і розбудови інфраструктури національної економіки. До цієї інфраструктури входять виробнича, житлово-комунальна й соціальна складові. Інфраструктура економіки України характеризується високим ступенем зносу (окремі складові житлово-комунальної інфраструктури зношені на 80 %), низькою технологічністю, енерговитратністю, а система управління інфраструктурою залишається вкрай неефективною. Сучасний стан національної інфраструктури значною мірою зумовлений неспроможністю держави розвивати її відповідно до зростаючих потреб і забезпечити належний рівень надання суспільних послуг. Серед основних причин такої неспроможності особливе місце посідає відсутність конкуренції у більшості інфраструктурних сфер і нездатність держави самостійно фінансувати інвестиційні проекти розвитку інфраструктури. З огляду на це особливої актуальності набувають питання залучення приватного сектору до реалізації інвестиційних проектів у сфері інфраструктури, роль якого полягає переважно у наданні фінансових ресурсів, упровадженні виробничих та управлінських інновацій, введенні нових стандартів якості надання суспільних послуг з урахуванням нових потреб соціально-економічного й екологічного розвитку України.

Дослідженню проблем фінансового забезпечення інвестиційних проектів в інфраструктурній сфері України присвячені праці вітчизняних науковців: Б. Кваснюка, В. Бесєдіна, Б. Піріашвілі, Т. Єфименко, І. Луніної, А. Соколовської, К. Павлюк, І. Запатріної, О. Степанової, І. Богдана, І. Іголкіна, О. Пильгтя, К. Андрющенко, Г. Власенка, Н. Галазюк та ін.

Водночас залишається невирішеною низка проблем, пов'язаних із підвищенням ефективності державного фінансування інфраструктурних проектів на основі вибору оптимальних форм державної участі, використання сучасного інструментарію фінансового забезпечення й управління проектами розвитку інфраструктури. В Україні не вироблено єдиного управлінського підходу до фінансування інфраструктурних проектів, що був би

зразком залучення “довгих” грошей, необхідних для їхньої реалізації. Залучення “довгих” грошей найчастіше пов’язане з великими витратами, що відображається у високих процентних ставках і значно знижує ймовірність використання позикових коштів.

Виходячи з цього, важливо узагальнити світовий досвід і практику фінансування об’єктів інфраструктури, виявити перспективи боргового фінансування інфраструктурних проєктів із застосуванням інструментів фондового ринку, дослідити використання технології безпечного фінансування для забезпечення реального сектору економіки фінансовими ресурсами.

Як переконує міжнародний досвід, ефективно державне управління реалізацією інвестиційних проєктів у сфері інфраструктури базується на вдалому поєднанні принципів програмно-цільового й програмно-проєктного методу бюджетування за активного залучення приватного сектору і використання диверсифікованих джерел фінансування.

У практиці управління державним бюджетом значного поширення у світі (Канада, Франція, Швеція, Нова Зеландія, Австралія, Росія, Казахстан, Узбекистан та ін.) набув програмно-цільовий метод (ПЦМ), який забезпечує прямий взаємозв’язок між економічними цілями держави, що мають середньостроковий та довгостроковий характер, і бюджетними видатками у рамках бюджетних програм¹. Програмно-цільовий метод зосереджує увагу на результатах, які мають бути досягнуті, і на способі досягнення цих результатів з урахуванням ресурсних обмежень, визначає підходи до управління результатами бюджетних програм шляхом посилення відповідальності учасників бюджетного процесу, забезпечує його прозорість і поліпшує ефективність використання бюджетних коштів. ПЦМ в Україні реалізується на базі трирічних бюджетних прогнозів і забезпечує здійснення контролю за результатами виконання бюджету і досягненням поставлених цілей, а також посилення відповідальності й ефективності діяльності головних розпорядників бюджетних коштів. Бюджетний кодекс України конкретизує засади застосування ПЦМ у бюджетному процесі як на рівні державного бюджету, так і на рівні місцевих бюджетів. Водночас застосування середньострокового бюджетного планування на місцевому рівні ускладнюється відсутністю системи узгодження стратегічних пріоритетів регіонального розвитку із загальнодержавними пріоритетами, а також стратегічних регіональних пріоритетів із середньостроковими планами розпорядників головних коштів².

Програмно-проєктний метод (ППМ) широко застосовується державою у багатьох країнах світу під час реалізації великих інфраструктурних проєктів, оскільки він дає змогу враховувати їхню специфіку – систему програмних заходів, що реалізується у вигляді конкретного проєктування у сфері суспільного розвитку країни. У сучасних умовах такий метод управ-

¹ Державний бюджет і бюджетна стратегія в умовах економічних реформ : у 4 т. Т. 3: бюджетне планування і прогнозування на середньострокову перспективу – інноваційна складова управління у сфері державних фінансів / ДННУ “Акад. фін. управління” ; за заг. ред. М. Я. Азарова. – К., 2011. – 480 с.

² Там само.

ління фінансовим забезпеченням інфраструктурних проєктів набуває особливої актуальності у зв'язку з використанням різноманітних форм спільного державно-приватного фінансування, зокрема на засадах публічно-приватного партнерства. Як правило, залучаються ресурси від інституційних партнерів (юридичні і фізичні особи), які безпосередньо зацікавлені у реалізації проєкту й отриманні проєктного продукту. Також залучаються ресурси у вигляді пайової участі з метою отримання прибутку або частини майбутнього продукту, кредити фінансових інститутів. Таким чином, ППМ дає можливість сфокусувати фінансові ресурси держави і приватного сектору на досягненні запланованих кінцевих результатів, впливати на економічні процеси, не порушуючи дії ринкового механізму, а також передбачає активне співробітництво держави та бізнесу для досягнення стратегічних цілей розвитку країни. Використання ППМ у фінансуванні інфраструктурних проєктів дає змогу поєднати переваги програмування і традиційних форм проєктування. Цей метод базується на декомпозиції цілей і спрямований на виявлення ресурсів, необхідних для їх реалізації. Ключовим словом у назві цього методу є “програма”. Програмність фінансування полягає у тому, що воно здійснюється за схемою “цілі – заходи – ресурси” у поєднанні з адміністративними заходами. ППМ доцільно застосовувати у випадках, коли між початком роботи й кінцевим результатом, між сировиною й кінцевим продуктом існує довгий ланцюг різних структур і ринкових суб'єктів, що викликає необхідність узгодження дій усіх ланок. Водночас, сучасним цільовим бюджетним програмам в Україні бракує ознак проєктності, тобто чіткішої орієнтації на результат.

Подальше впровадження у практику державного бюджетного планування в Україні програмно-цільового і програмно-проєктного методів має позначитися на плануванні видатків бюджету на весь термін реалізації інвестиційних інфраструктурних проєктів з урахуванням джерел пільгового оподаткування відповідно до затверджених бюджетних програм. Міжнародний досвід підтверджує ефективність формування реєстру пріоритетних довгострокових інвестиційних проєктів, державна фінансова підтримка яких затверджується на щорічній основі з урахуванням результатів їхньої реалізації³. Реєстр пріоритетних інфраструктурних проєктів в Україні може бути частиною Державного реєстру інвестиційних проєктів та проєктних (інвестиційних) пропозицій, порядок ведення якого затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 18.07.2012 № 650.

Використання інструментарію фінансового забезпечення інфраструктурних проєктів в Україні істотно варіюється залежно від рівня державного управління. Так, на рівні центральних органів виконавчої влади застосовується широкий діапазон методів: від прямої державної фінансової підтримки через субсидії, відшкодування витрат на будівництво, капітальний ремонт до надання державних гарантій за кредитами. На рівні органів місцевого

³ За результатами міжнародного Проєкту технічної допомоги “G2G: Studying and implementing European experience of development and realization of public-private partnership mechanisms in Ukraine” (G2G10/UA/8/4).

самоврядування діапазон фінансових інструментів є значно звуженим через малий бюджет розвитку й обмежені можливості отримання місцевих запозичень і місцевих гарантій внаслідок введення граничної межі загального обсягу місцевого та гарантованого боргу як середньорічного індикативного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку місцевих бюджетів⁴.

Поряд із цим в Україні має місце недооцінка потенціалу використання сучасних інструментів фондового ринку у фінансуванні інфраструктурних проектів з огляду на те, що бюджетна гарантія, як будь-яке бюджетне зобов'язання, супроводжується ризиком складності примусового виконання. Примусове судове стягнення з державного партнера проекту коштів є вкрай проблематичним, бо здійснюється переважно у межах лімітів коштів, виділених у бюджеті на виконання судових рішень.

Одним з інноваційних інструментів, який широко застосовується в зарубіжних країнах як альтернативне джерело фінансового забезпечення проектів розвитку інфраструктури, є сек'юритизація. Сек'юритизація – це техніка забезпеченого фінансування, за якої кредитор залучає кошти з фінансового ринку за допомогою випуску забезпечених цінних паперів. Її часто розглядають як випуск боргових цінних паперів, забезпечених однорідними активами, а залежно від емітента цінних паперів розрізняють класичну й синтетичну сек'юритизацію. За класичної сек'юритизації емітентом є спеціально створена юридична особа (далі – SPV), якій оригінатор продає право вимоги за грошовими зобов'язаннями щодо інфраструктурного проекту (тобто знімає з власного балансу цей актив).

Сплата заборгованості за такими цінними паперами гарантовано здійснюється за рахунок фінансового потоку, що генерує певний фінансовий актив, переданий у забезпечення (заставу) інвесторам. Таким фінансовим активом може бути портфель іпотечних кредитів, кредитів малому бізнесу, кредитів на придбання автотранспорту, договори лізингу або оренди, інші надходження від продажу товарів або послуг. Комбінація різних технік сек'юритизації із кредитними деривативами й механізмами трансформації ризику дає змогу різним контрагентам залучити додаткові ліквідні кошти й увійти в ті сегменти ринку, які були для них раніше недоступні. Саме це зумовлює широке застосування цього механізму у проектах спільного державно-приватного фінансування, зокрема публічно-приватного партнерства.

На розвинутих фінансових ринках Європи й Америки, використовуючи технології безпечного фінансування, вдається залучити кошти інституціональних і приватних інвесторів у сферу житлового й комерційного будівництва, фінансування об'єктів транспортної, інженерної, енергетичної і соціальної інфраструктури. Ефективність сек'юритизації пов'язана з такою можливістю, як позабалансове фінансування, що організовується шляхом передачі сек'юритизованих активів на баланс спеціально створеної юри-

⁴ Черевиков Є. Л. Особливості державного фінансування інфраструктурних проектів на засадах державно-приватного партнерства / Є. Л. Черевиков // Наукові праці НДФІ. – 2012. – Вип. 1 (58). – С. 29–38.

дичної особи (SPV)⁵. За допомогою передачі активів на баланс SPV досягається інвестиційний рівень надійності цінних паперів і прозорість фінансової структури потоків, які генеруються цими цінними паперами, що знижує вартість запозичень, котрі залучаються за допомогою сек'юритизації у порівнянні з іншими інструментами. При цьому в ході проведення сек'юритизації цінні папери, емітовані SPV, одержують кредитні рейтинги помітно вищі за рейтинг самого ініціатора.

Вигідні умови фінансування, ефективність перерозподілу ризиків і підвищення прозорості проведених угод зробили сек'юритизацію поширеною світовою практикою залучення фінансування. Загальний обсяг цінних паперів, що перебувають в обігу на міжнародних ринках і випущені на заесадах сек'юритизації, перевищує 7 трлн дол. США. У період, що передував світовій фінансово-економічній кризі 2008–2009 років, розвиток ринку сек'юритизованих активів відзначався бурхливим зростанням⁶. За період 2000–2007 рр. обсяги випущених цінних паперів, забезпечених активами, збільшилися в країнах ЄС у понад п'ять разів. Так, у 2006 р. у країнах Європи були випущені структуровані цінні папери на 458,9 млрд євро, що на 40 % перевищувало відповідне значення 2005 р. У США протягом відповідного періоду емітовано цінних паперів шляхом сек'юритизації на суму 1,5 трлн дол. США. Частка сек'юритизованих паперів у ВВП США і Великобританії становила у 2006 р. близько 11 %; Ірландії, Іспанії й Португалії – 4–6; Італії, Греції та Німеччині – близько 2 %.

Світова криза, що почалася в секторі іпотечного ринку США, негативно вплинула на розвиток ринку сек'юритизованих активів у США і країнах ЄС. Так, за даними SIFMA, у США випуск забезпечених цінних паперів у 2010 р. становив близько 107 млрд дол. США, що майже в п'ять разів менше, ніж у передкризовому 2007 р. В Європі у 2010 р. загальний обсяг випуску таких цінних паперів дорівнював близько 514 млрд дол. США, що на 35 % менше, ніж у 2007 р. Роль сек'юритизації як ефективного механізму підвищення ліквідності активів, а також передачі ризиків, пов'язаних із такими активами за допомогою випуску цінних паперів, була поставлена під сумнів в усьому світі. Світова криза ліквідності й загострення проблем із суверенним боргом у таких країнах, як Греція, Ірландія, Іспанія, Португалія, Угорщина й інші, змусили світове співтовариство переглянути підходи до сек'юритизації, але не зупинили використання цього механізму для фінансування проектів розвитку інфраструктури. Більшість фахівців погоджується з тим, що збій у функціонуванні ринку сек'юритизованих активів від-

⁵ У такий спосіб протягом останніх десятиліть здійснювалася реалізація численних інфраструктурних проектів публічно-приватного партнерства у всьому світі, що давало змогу державному партнерові накопичувати боргові зобов'язання, які не відображались у статистиці державного і гарантованого державою боргу.

⁶ Терещенко Н. Н. Сек'юритизация и ее роль в финансировании инвестиционных проектов. : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Н. Н. Терещенко ; Финансовый ун-т при Правительстве Российской Федерации. – М., 2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.fa.ru/dep/upanpk/dissertation_councils/referats/Documents/2012_01/автореферат Терещенко Н. Н.pdf.

бувся не в результаті нездатності сек'юритизації бути інструментом рефінансування, а в результаті викривлення самої сутності цього механізму у середині 2000-х років. Банки створювали активи для цілей їх подальшої сек'юритизації, а не використовували цей механізм для рефінансування кредитів, виданих для задоволення попиту на позикові кошти з боку підприємств реального сектору економіки. Таким чином, з інструмента рефінансування активів для потреб реального сектору економіки він перетворився у знаряддя одержання надприбутків.

Незважаючи на руйнівні наслідки кризи для системи глобальних фінансів, роль сек'юритизації в умовах кризи ліквідності тільки зростає. Сьогодні сек'юритизація як форма фінансування інфраструктурних проектів набуває поширення у світі з ряду причин. По-перше, вона знижує вартість залученого капіталу, що стає ключовою її перевагою в період виникнення проблем на міжнародних ринках капіталу. Здійснення довгострокового фінансування, яке є необхідною умовою для більшості інфраструктурних проектів, є зручнішим у рамках сек'юритизації, ніж у рамках схем традиційного кредитування. По-друге, вона дає змогу розширити коло інвесторів, що є вкрай важливим із погляду диверсифікації фінансових ризиків інфраструктурних проектів. Подібні цінні папери особливо привабливі для таких інституційних інвесторів, як страхові компанії і пенсійні фонди, які схильні до придбання активів із певним кредитним рейтингом і на тривалий термін. По-третє, сек'юритизація інфраструктурних грошових потоків дає змогу емітентам збільшити термін сплати кредиту, а також поліпшити управління ризиками в проекті поряд із поліпшенням балансових показників проекту. По-четверте, інвестиційна привабливість цінних паперів, що ґрунтується на інфраструктурних правах вимоги, пояснюється тим, що таким паперам, як правило, надається високий кредитний рейтинг завдяки стабільності їхнього виконання під час змін макроекономічної ситуації. По-п'яте, знижується ризик участі для посередників, які спеціалізуються на управлінні кожним компонентом ризику, пов'язаного з інфраструктурним фінансуванням. Ці ризики можуть узяти на себе звичайні фінансові посередники і страхові компанії. По-шосте, сек'юритизація переводить увагу інвесторів на оцінку кредитного ризику структури угоди, а не на загальний ризик проекту.

З метою впровадження механізму сек'юритизації для фінансування інфраструктурних проектів в Україні необхідно внести зміни у чинну нормативно-правову базу шляхом прийняття спеціального закону (у ньому доцільно виокремити положення, що стимулюють розвиток інфраструктурної сек'юритизації), внесення змін до законодавчої бази з питань цінних паперів та фондового ринку, інвестування і державно-приватного партнерства, зокрема у частині передбачення можливості інституційного партнерства і створення спеціального проектного підприємства SPV. З усуненням законодавчих обмежень сек'юритизація майбутніх потоків платежів інфраструктурного проекту може стати перспективним способом залучення фінансування у розбудову української інфраструктури. Позитивним чинником розвитку ринку інфраструктурної сек'юритизації в Україні може стати ор-

ганізація державного агентства, яке здійснюватиме діяльність із підвищення ліквідності ринку інфраструктурних паперів, а також виконуватиме роль регулятора ринку. Отже, можливість ефективного здійснення учасниками національного ринку угод сек'юритизації значною мірою залежатиме від наявності в українському законодавстві положень, що дадуть змогу реалізувати низку ключових концепцій і використати механізми й інструменти, властиві таким угодам.