

УДК 330.2

І. М. Крейдич,

к. е. н., доцент, Національний технічний університет України "КПІ"

## МЕХАНІЗМ ЗАЛУЧЕННЯ КОШТІВ В ІНФРАСТРУКТУРНІ ПРОЕКТИ

*У статті досліджуються перспективи використання корпоративних та муніципальних облігацій з метою залучення фінансових ресурсів на реалізацію інфраструктурних проектів. Запропоновано модель впровадження інфраструктурних облігацій у концесійні проекти та модель впровадження муніципальних облігацій в українські інфраструктурні проекти.*

*In the article are probed the prospects of the use of corporate and municipal bonds with the purpose of financial resources formation for infrastructural projects realization. The model of infrastructural bonds adaptation in concession projects and model of municipal bonds adaptation in the Ukrainian infrastructural projects are offered.*

*Ключові слова: цінні папери, інфраструктурні проекти, інвестування, інфраструктурні облігації, корпоративні облігації, муніципальні облігації.*

### ВСТУП

В Україні актуальність інвестування коштів в інфраструктурні проекти підвищує як фінансова криза, так і необхідність організації футбольного матчу євро-2012, проведення якого покладає на Україну зобов'язання зі створення більш ніж 200 одиниць інфраструктури, особливо будівництво автомобільних доріг, мостів, тунелів й інших проєктів некомерційного характеру.

Прикладна економіка неодноразово показує, що вихід з економічної кризи пов'язаний з реалізацією державою й муніципалітетом інфраструктурних проєктів, які дозволяють поживити й виробництво, і попит, і споживання.

### ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою дослідження є визначення основних переваг застосування інфраструктурних облігацій для залучення коштів у вітчизняні інфраструктурні проекти.

### РЕЗУЛЬТАТИ

На думку прем'єр-міністра Російської Федерації В. Путіна реалізація інфраструктурних проєктів може сформувати додатковий платіжний попит в економіці та слугувати діючій підтримці в суміжних галузях [1].

Інфраструктурні проекти — це унікальні проекти, які одночасно характеризуються високою соціальною й державною значимістю, і низьким рівнем рентабельності, що з часом переходить у збитковість. Умовно всі інфраструктурні проекти можна поділити на два види:

а) муніципальні проекти, які реалізуються для створення/відновлення інфраструктури, що перебуває у комунальній власності (будівництво місцевих доріг, інженерних мереж та інших об'єктів загального користування);

б) державні проекти, реалізація яких орієнтована на створення об'єктів державної власності, які не підлягають відчуженню в приватну або комунальну власність, на землях державної власності (будівництво автомобільних доріг державного й міжнародного значення).

Однак поза залежністю від виду інфраструктурного проєкту його основною особливістю є те, що в результаті його реалізації об'єкт, який створюється/відновлюється, не переходить у приватну власність. У зв'язку із чим виникає складна ситуація із залученням інвестицій в інфраструктурні проекти, які не передбачають гарантій для інвестора й не дозволяють йому придбати у власність створюване/нерухоме майно.

В Україні при реалізації інфраструктурних проєктів найчастіше застосовуються такі форми співробітництва державного/комунального і приватного партнерів як концесійні угоди, угоди на управління, інвестиційні угоди. Але кожний з перерахованих механізмів не забезпечує інвестора оптимальним способом рефінансування й гарантіями на повернення вкладених коштів із певною прибутковістю. Підтвердженням цього є слабкий інтерес із боку інвесторів до українських інфраструктурних проєктів. Наприклад, для будівництва державних автомобільних доріг "Львів — Краковець" і "Львів — Броди" двічі залучались при-

ватні інвестори. Кожний із проектів реалізується на умовах концесії. При цьому Концесійний проєкт "Львів — Краковець" був запущений в 1999 р. у результаті висновку концесійного договору з концерном "Трансмагістраль", однак станом на 2009 р. будівництво автомобільної дороги так і не розпочато. Основною причиною кризи у відносинах між українським концедентом і концесіонером є недостатність державного фінансування, відсутність власних ресурсів у концесіонерів і дефіцит кредитних ресурсів.

У таких умовах очевидним є те, що для рефінансування вкладених інвестором коштів в інфраструктурний проєкт необхідним є використання цінних паперів. Необхідність використання цінних паперів як способу залучення коштів в інфраструктурні проєкти була врахована законодавчими органами тільки в 2009 р., про що свідчить Закон України "Про внесення змін у Закон України "Про концесії на будівництво й експлуатацію автомобільних доріг", який набрав чинності 30 січня 2009 р.

До числа затребуваних інвестором цінних паперів, які можна використовувати відповідно до українського законодавства для рефінансування при реалізації інфраструктурних проєктів, можна віднести інфраструктурні (корпоративні або муніципальні) облигації, опціони на поставку ресурсів, що виробляються інфраструктурним об'єктом, який експлуатується.

Оскільки при реалізації більшості з інфраструктурних проєктів державі не доцільно здійснювати 100% його фінансування за рахунок бюджетних коштів, тому закономірно, що першочерговим завданням є залучення інвестора. Залучений інвестор, як правило, не має змоги одержати кредитне фінансування під зазначені проєкти, оскільки відсутній предмет забезпечення кредиту. У деяких випадках, безумовно, вдається його одержати під забезпечення, що надане у вигляді державної гарантії, одержання якої можливо на підставі окремої Постанови Кабінету Міністрів України у відповідності зі статтею 17 Бюджетного кодексу України, або в результаті застави майнового права за концесійним договором, що можливо винятково за згодою концедента у відповідності зі статтею 4 Закону України "Про концесії".

Таким чином, реалізація не кожного інфраструктурного проєкту дає змогу інвесторові (концесіонерів) одержати рефінансування вкладених коштів. Тому найпростішим способом рішення проблеми альтернативного кредитування й рефінансування інфраструктурних проєктів стали інфраструктурні облигації.

У світовій практиці інфраструктурні облигації представлені двома видами:

1. Корпоративні інфраструктурні облигації (Казахстан, Австралія, Російська Федерація) — облигації, випущені приватними суб'єктами господарювання для фінансування інфраструктурних проєктів, що вимагають значних витрат. До них належать спорудження автомобільних доріг і за-

ліниць, реконструкція й зведення систем водопостачання, створення інфраструктури індустріальних районів.

Допоміжний інструмент, що використовується концесіонерами або інвесторами в умовах державно-приватного партнерства для залучення коштів у проєкт, характеризуються низьким рівнем прибутковості й тривалим періодом обігу. Такі облигації, як правило, мають державні гарантії або поручительство третіх осіб з виплати відсотків, вони є довгостроковими (розраховані на періоди створення й експлуатації об'єкта), і процентна ставка за ними на кілька відсотків повинна перевищувати ставки за депозитами.

Якщо взяти за приклад Російську Федерацію, то намір випустити інфраструктурні облигації вже в 2009 р. висловили Російська залізниця (на 100 млрд руб.), "Транснефть", "Газпром", "Русгідро". Усього, за оцінкою Газпромбанка, у першому кварталі 2009 р. їх емітовано на суму близько 500 млрд руб.

2. Муніципальні цільові облигації (США, Індія, Чилі) — облигації, випуск яких здійснює орган місцевого самоврядування і які мають цільове використання коштів. У США муніципальні зобов'язання поділяються на дві групи: облигації загального покриття (general obligation bonds) і облигації, що забезпечені доходами від проєктів (revenue bonds).

Українське законодавство не має серед законодавчо визнаних цінних паперів такі цінні папери як "інфраструктурні облигації". Однак українським аналогом інфраструктурних облигацій виступають корпоративні облигації й облигації місцевих позик.

У той же час можна чітко визначити основні передумови для використання інфраструктурних облигацій в українських проєктах, до числа яких належать:

1) наявність достатньої законодавчої бази для здійснення випусків як облигацій місцевої позики, так і корпоративних облигацій;

2) досвід застосування таких цінних паперів як іпотечні облигації, іпотечні сертифікати, що є аналогом інфраструктурних облигацій для проєктів будівництва нерухомості;

3) відсутність спеціальних нормативних документів, що регулюють питання випуску й обігу інфраструктурних облигацій;

4) розвинена фінансова інфраструктура для розміщення й обігу інфраструктурних облигацій (пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, страхові компанії);

5) розвинутий і стабільний ринок облигацій місцевої позики (облигації Львівської, Вінницької, Луцької, Луганської, Бердянської міських рад).

Згідно з чинним законодавством України корпоративні облигації — це цінні папери, що засвідчують внесення їх власником коштів, визначають відносини позики між власником облигацій і емітентом, підтверджують зобов'язання емітента повернути власникові облигацій її номінальну

вартість у передбаченій умовами розміщення облігацій строк і виплатити дохід за облігаціями, якщо інше не передбачено умовами розміщення. Використання українських корпоративних облігацій для реалізації інфраструктурних проектів можливо завдяки таким особливостям:

— позиковий інструмент, що дозволяє залучити кошти в інфраструктурний проект із гарантією виплати доходу інвестору;

— спосіб рефінансування й сек'юритизації грошових зобов'язань інвестора;

— окремих інструмент державного-приватного партнерства й одночасно допоміжна складова інших механізмів державно-приватного партнерства (наприклад, у випадку використання договорів концесії, угод про управління майном);

— інструмент, що надає інвесторові не тільки право на дохід, але і може носити товарний цільовий характер;

— інструмент, що надає преференції в оподаткуванні.

Завдяки зазначеним особливостям українських корпоративних облігацій вони стали доступним і цікавим інструментом для рефінансування концесійних проектів. Модель впровадження інфраструктурних облігацій у концесійні проекти має такий вигляд:

Перший етап — укладання між концесіонером і концедентом угоди концесії на будівництво й експлуатацію автомобільної дороги.

Другий етап — одержання державних гарантій на відшкодування концесіонеру інвестицій і на гарантований дохід за фінансовими зобов'язаннями перед третіми особами.

Третій етап — випуск концесіонером корпоративних облігацій (процентних), дохід за якими забезпечений державними гарантіями. Процентний дохід за такими облігаціями прив'язаний до доходів, що одержує концесіонер від експлуатації дороги. Ці облігації повинні бути довгостроковими не менш ніж 25 років, тобто вони будуть випускатися не тільки на час будівництва транспортної інфраструктури, але й на період експлуатації. Для випуску подібних облігацій потрібні певні пільги й державні гарантії. З точки зору інституціональних інвесторів, інфраструктурні облігації можуть стати досить цікавим інструментом для інвестування пенсійних коштів.

Четвертий етап — розміщення облігацій серед інституціональних і приватних інвесторів, а також придбання облігацій державним суб'єктом для інвестиційної участі в проекті.

П'ятий етап — повернення облігацій концесіонеру в рахунок надання послуг інвестору з використання платної автомобільної дороги.

Шостий етап — завершення концесійних відносин і погашення облігацій.

Згідно з Законом України "Про цінні папери й фондовий ринок" облігації місцевих позик — це облігації, випуск яких здійснюється за рішенням органів місцевого самоврядування, які можуть застосовувати внутрішнє або зовнішнє запозичення.

Модель впровадження муніципальних об-

лігацій в українські інфраструктурні проекти знайшла своє застосування в першу чергу в проектах реновації житлово-комунального господарства. У результаті ми можемо узагальнити зразковий план дій, що дає істотний ефект з фінансування муніципальних проектів із використанням інфраструктурних облігацій.

Перший етап — укладання між місцевою радою й стратегічним інвестором комплексу договорів, що спрямовані на відновлення інфраструктури (наприклад, об'єктів водопостачання):

— Угоди про стратегічне партнерство;

— Договору довгострокової оренди;

— Інвестиційного договору;

— Тарифної угоди.

Другий етап — випуск місцевою радою облігацій місцевої позики для реалізації проекту й залучення коштів від стратегічного інвестора з гарантіями прибутковості.

Третій етап — придбання стратегічним інвестором облігацій місцевої позики відповідно до зобов'язань, що прийняті за інвестиційним договором, і забезпечення фінансування інфраструктурного проекту при одночасному управлінні ним.

Четвертий етап — випуск стратегічним інвестором корпоративних облігацій (процентних або цільових облігацій на житлово-комунальні послуги), дохід за якими забезпечений муніципальними гарантіями.

П'ятий етап — розміщення облігацій серед споживачів житлово-комунальних послуг і інших зацікавлених осіб.

Шостий етап — повернення облігацій (погашення облігацій) шляхом надання житлово-комунальних послуг або виплати процентного доходу.

## ВИСНОВКИ

Таким чином, на прикладі перших українських інфраструктурних проектів, для яких застосовані інфраструктурні облігації, можна окреслити коло основних переваг даного інструмента, у число яких увійдуть наступні:

— кошти, що залучаються емітентом від розміщення облігацій не включаються до складу валового доходу емітента й дана операція не є об'єктом оподаткування ПДВ;

— відсотки, що сплачуються емітентом збільшують валові витрати емітента, що дозволяє знизити оподатковуваний прибуток;

— прибутковість інструмента формується емітентом, що дозволяє визначити її на більш оптимальному рівні, ніж у випадку банківського кредитування;

— можливість рейтингування й котирування інструмента, що дозволить підвищити його інвестиційну привабливість;

— можливість випуску похідних цінних паперів на поставку інфраструктурних облігацій (наприклад, опціони на поставку облігацій).

Література:

1. <http://realty.lenta.ru/news/2008/11/20/stock/>

Стаття надійшла до редакції 20.05.2009 р.