

Перспективы использования методов проектного финансирования для реализации инфраструктурных проектов

Дедяло Анна Игоревна

Научный руководитель: преподаватель кафедры
«Стратегический и антикризисный менеджмент»

Филушина Алла Вадимовна

Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации

Dedialo Anna Igorevna

Scientific adviser: Lecturer at the Department of
Strategic and Crisis Management

Filushina Alla Vadimovna

Financial University under the Government of the Russian Federation

PROSPECTS FOR PROJECT FINANCE IN THE INFRASTRUCTURE PROJECTS

Аннотация: данная статья посвящена особенностям реализации инфраструктурных проектов и проблемам, с которыми сопряжено их финансирование сегодня. Автор анализирует нормативные и экономические предпосылки использования проектного финансирования на российском рынке инфраструктурных инвестиций. Рассмотрена схема финансирования инфраструктурных проектов путем облигационного займа, возможности и ограничения ее использования. В частности, такая форма секьюритизации, как выпуск облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, которые возникнут в результате реализации долгосрочного инвестиционного проекта.

Ключевые слова: инфраструктурные проекты, проектное финансирование, секьюритизация, инфраструктурные облигации, организация проектного финансирования.

Abstract: This paper examines key characteristics of infrastructure projects and the challenges that involves its funding today. Author analyzes the regulatory and economic prerequisites for using project financing of infrastructure on the Russian equity market. We consider the funding of infrastructure projects through the bond loan scheme, the possibilities and limitations of its practical usage. In particular, paper describes form of securitization through issuing bonds secured by the pledge of claims that will arise as a result of long-term investment project.

Keywords: infrastructure projects, project finance, securitization, infrastructure bonds, special purpose vehicle.

По оценкам Всемирного банка, десятипроцентный рост инфраструктурных активов непосредственно ведет к увеличению ВВП от 1 до 10 процентов. Недостаточная или слаборазвитая инфраструктура представляет собой одно из самых больших препятствий для экономического роста и социального развития во всем мире. В данный момент финансированием большей части инвестиционных проектов в сфере инфраструктуры занимается государство. [6]

На сегодняшний день недостаток инвестиций в инфраструктурные проекты является проблемой как отдельных предприятий данной сферы, так и экономики в целом. Почему же объем инвестиций в инфраструктуру снижается? Пенсионные фонды, страховые компании и другие институциональные инвесторы нуждаются в долгосрочных низкорисковых проектах для вложения средств, тем не менее относительно небольшая часть их финансовых активов используется для инвестиций в инфраструктуру. Заинтересованность частного сектора в инфраструктурных инвестициях также невысока, в то время как его привлечение может не только помочь обеспечить финансирование инфраструктурного проекта, но и гарантировать его эффективное выполнение.

Несколько общих экономических характеристик отличают проекты в сфере инфраструктуры. Именно с этими характеристиками связан существенный разрыв между спросом и предложением финансовых ресурсов в данной сфере.

1) Несмотря на то что прямой доход, генерируемый инфраструктурным проектом, может не покрывать вложенные в него средства, экстерналии будут оказывать положительное влияние на всю экономику страны. Именно с этой особенностью связана главенствующая роль государства в финансировании предприятий в сфере инфраструктуры.

2) Инфраструктурные проекты являются сложными, в них задействовано большое число участников. Инфраструктура включает в себя естественные монополии, такие как железные дороги или предприятия водоснабжения, и, следовательно, правительства хотят сохранить полный контроль, чтобы предотвратить злоупотребление монопольной властью. Это требует сложных правовых механизмов, чтобы обеспечить правильное распределение выплат и рисков для выравнивания стимулов всех участвующих сторон.

3) Многие инфраструктурные инвестиции генерируют денежные потоки только по прошествии многих лет, и начальная фаза проекта в области инфраструктуры подвержена высоким рискам. К тому же уникальность инфраструктурных проектов с точки зрения услуг, которые они предоставляют, делает инвестиции в инфраструктуру менее гибкими. Эти три элемента – долгий срок возврата вложенных инвестиций, высокие первоначальные риски и неликвидность – сделали сугубо частные инвестиции трудноосуществимыми и дорогими. [7]

Инфраструктурные облигации – это облигации, эмитируемые специальной проектной компанией (SPV – special purpose vehicle) с целью привлечения денежных средств, предназначенных для финансирования создания или реконструкции объектов инфраструктуры, выплаты по которым обеспечиваются денежными потоками, генерируемыми проектом. Следовательно, реализация инфраструктурного проекта путем облигационного финансирования предполагает три основные формы взаимодействия с инвесторами: 1) с частными инвесторами; 2) с государственными компаниями и корпорациями; 3) со специализированными обществами проектного финансирования.

Когда инфраструктурный проект начинает генерировать положительные денежные потоки, риски быстро снижаются и становятся в среднем даже ниже, чем у высокорейтинговых долговых ценных бумаг. Проекты в области инфраструктуры часто представляют собой (квази-) монополии и, следовательно, денежные потоки являются относительно безопасными, так как рыночная власть инфраструктурной монополии высока. При условии стабильности денежных потоков в операционной фазе инфраструктурные проекты являются родственными по отношению к ценным бумагам с фиксированным доходом. Поэтому облигационное финансирование является естественным и экономически целесообразным выбором. Облигации часто вступают в игру, когда первоначальные банковские кредиты рефинансированы, так как они представляют собой альтернативные источники финансирования с более низкой стоимостью.

Поэтому ключевой вопрос заключается в том, как можно стимулировать распространение инфраструктурных облигаций, особенно в странах с формирующимися финансовыми рынками? На данный момент использование облигационного финансирования проектов в сфере инфраструктуры в России сопряжено с рядом законодательных ограничений. Отношения в данной сфере регулируются, во-первых, Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 года, во-вторых, Федеральным законом «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1996 года. Правоотношения в случае реализации концессионного соглашения регулируются Федеральным законом «О концессионных соглашениях» № 115-ФЗ от 21 июля 2005 года. Стоит отметить, что формы обеспечения инфраструктурных облигаций, упомянутые в российском законодательстве, до недавнего времени ограничивались залогом недвижимого имущества, ценных бумаг, государственной гарантией или поручительством. [2] Так, согласно закону о концессиях, государство, играя роль концедента, вправе предоставить государственные гарантии по обязательствам, возникающим в ходе реализации инфраструктурного проекта. В то же время, статья 329 Гражданского кодекса РФ № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 года требует обязательного наличия у принципала обеспечения по выдаваемой государственной гарантии, а Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 года предоставляет держателю определенное право регресса (взыскания) в случае неисполнения эмитентом своих обязательств. Эти обстоятельства сдерживали широкое распространение практики выдачи государственных гарантий для выпуска инфраструктурных облигаций, так как не каждый из предполагаемых эмитентов инфраструктурных облигаций сможет удовлетворять требованию о наличии обеспечения по предоставляемым государственным гарантиям.

Федеральный закон № 379-ФЗ от 21 декабря 2013 года «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» вводит такую форму секьюритизации, как выпуск облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, которые возникнут в результате реализации долгосрочного инвестиционного проекта. [3] Закон устанавливает понятия «специального финансового общества» (СФО) и «специализированного общества проектного финансирования» (СОПФ). Разница между СФО и СОПФ лежит в плоскости нормативно-правовых аспектов регулирования их деятельности. В частности, согласно п. 2 ст. 151 Закона № 379-ФЗ целями и предметом деятельности СФО являются приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств по кредитным договорам, договорам займа и (или) иным обязательствам, включая права, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств, приобретение иного имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований. В свою очередь, СОПФ предназначено для финансирования долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта, и осуществления эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества. При этом специализированное общество максимально защищено от процедуры банкротства и добровольной ликвидации путем ограничения круга лиц, обладающих правом инициировать процедуру банкротства, до общего собрания владельцев облигаций (соответствующие поправки вносятся в законодательство о банкротстве).

Схема действий СОПФ в процессе реализации инвестиционного проекта выглядит следующим образом: на первом этапе общество приобретает денежные требования по обязательствам, которые возникнут в связи с использованием созданного в ходе инфраструктурного проекта объекта, а также иное имущество, связанное с такими денежными требованиями. Далее общество производит эмиссию облигаций, обеспеченную залогом денежных требований и иного имущества. Как уже говорилось выше, особенностью СОПФ и его несомненным преимуществом в кризисных условиях можно считать законодательную защищенность от процедуры банкротства. Так, решением о выпуске облигаций или договором с кредитором может быть предусмотрено, что права требования владельцев облигаций, не удовлетворенные за счет реализации заложенных денежных требований, погашаются; право отдельного кредитора на возбуждение дела о банкротстве может быть ограничено договором СОПФ с этим кредитором; в случае банкротства СОПФ имущество, составляющее залоговое обеспечение выпущенных облигаций, может быть передано на основании решения собрания владельцев облигаций иному СОПФ при условии, что такое СОПФ примет на себя все права и обязательства эмитента таких облигаций. Что касается добровольной ликвидации СОПФ, она возможна только при отсутствии облигаций с непогашенными обязательствами либо только с согласия владельцев таких облигаций. Поскольку в случае финансирования инфраструктурных проектов через привлечение СОПФ, эмитентом облигаций будет являться не частный партнер, а само специализированное общество, что освобождает частных партнеров от дополнительных долговых нагрузок, сопряженных с облигационным займом. Кроме того, с точки зрения инвестора применение данной формы финансирования влечет меньшие риски, так как возврат облигационного займа не обременен дополнительными долговыми обязательствами частного партнера.

Выход за рамки ныне доминирующих финансовых инструментов прямых инвестиций в акционерный капитал и банковских кредитов имеет дополнительные преимущества. Это может сделать инфраструктуру как класс активов более доступной для широкого круга инвесторов. С этой точки зрения несомненным преимуществом является разделение рисков инфраструктурных проектов среди большой группы инвесторов. Кроме того, огромные ресурсы рынка капитала, которые являются в настоящее время практически неприменимыми для проектов в области инфраструктуры, являются гораздо более доступными для альтернативных финансовых инструментов. Инфраструктурные облигации с этой точки зрения имеют высокий потенциал.

Список литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (в ред. от 02.11.2013);
2. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» N 39-ФЗ от 22.04.1996 (ред. от 30.12.2015);
3. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» № 379-ФЗ от 21.12.2013;
4. *Филюшина А. В.* «Инновационные инструменты антикризисного регулирования» // Управленческие науки №4. — Финуниверситет. №4(17), 2015;
5. *Джо Ватт, Ивлев А.В.* // Ernst and Young Russia infrastructure survey 2014: Курс 2030: исследование развития инфраструктуры в России, 2014;
6. *Frank Beckers* // Symbolos Infrastructure Consultancy External Adviser to McKinsey & Company: New approach to infrastructure PPP, 2015;
7. *Brian Scott-Quinn* // International Capital Market Association: Guide to infrastructure financing: Bank loans, debt private placements and public bonds – smoothing the pathway for effective funding, 2015;
8. *Torsten Ehlers.* Understanding the challenges for infrastructure finance/ Torsten Ehlers - BIS Working Papers No 454, 2014.