

УДК 336.71

Ткаченко Я.С.

кандидат економічних наук, доцент,
докторант відділу державних фінансів
ДННУ «Академія фінансового управління»

ІНСТРУМЕНТИ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ: СУЧАСНІ СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

У статті систематизовано фінансові інструменти, що використовуються у світовій практиці для фінансування інфраструктури. Досліджено еволюцію розвитку інструментів фінансування з урахуванням характерних рис інфраструктури. Особливу увагу приділено борговим інструментам, застосування яких значно знижує вартість фінансування, сприяючи розширенню варіантів фінансування та диверсифікації інвесторів, що є актуальним для України.

Ключові слова: інфраструктура, державно-приватне партнерство, проектне фінансування, проектні облигації, синдикований кредит.

Ткаченко Я.С. ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ: СОВРЕМЕННЫЕ МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

В статье систематизированы финансовые инструменты, используемые в мировой практике для финансирования инфраструктуры. Инструменты финансирования рассматриваются в своем эволюционном развитии с учетом характерных особенностей инфраструктуры. Особое внимание уделяется долговым инструментам, применение которых значительно снижает стоимость финансирования, способствует расширению вариантов финансирования и диверсификации инвесторов, являясь актуальным для Украины.

Ключевые слова: инфраструктура, государственно-частное партнерство, проектное финансирование, проектные облигации, синдицированный кредит.

Tkachenko I.S. INFRASTRUCTURE FINANCING INSTRUMENTS: GLOBAL TRENDS OF PROJECT FINANCING

Financial instruments used in international practice for infrastructure financing were systematized in the article. Presented evolutionary development of financing instruments, taking into account the characteristics of the infrastructure. Particular attention is paid to debt instruments, important for Ukraine as significantly reduces the cost of finance and facilitates the expansion and diversification of financing options for investors.

Keywords: infrastructure, public-private partnerships, project finance, project bonds, syndicated loan.

Постановка проблеми. Результатом збільшення потреб фінансування інфраструктури, бюджетних обмежень і, як наслідок, неспроможності держави задовольняти ці потреби як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, стала зміна підходів до фінансування інфраструктури та зміщення акцентів із державного в приватний сектор. Широкого розповсюдження набуло проектне фінансування, що стало фінансовим рішенням для інфраструктурних проектів за участю держави, давши змогу останній виступати контрагентом (йдеться про державно-приватне партнерство), виконувати функції регулятора, водночас давши змогу фінансовим ринкам і посередникам відігравати важливу роль у формуванні фінансових контрактів та прийнятті фінансових рішень для залучення інвесторів. Проектне фінансування набуло широкої популярності як метод залучення приватного капіталу в проекти, що характеризуються високою специфічністю, потребують масштабних обсягів інвестицій та мають суспільне значення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання дослідження механізму державно-приватного партнерства у фінансуванні інфраструктури знайшло своє відображення в роботах зарубіжних та вітчизняних учених, зокрема С. Гатті, Е. Йескомба, Р.Д. Гроссе, В. Варнавського, Т. Єфименко, В. Запатріної, С. Науменкової та ін. Окремі дослідження присвячені проблематиці емісії цінних паперів, насамперед інфраструктурних облигацій (О. Солодовнік, К. Доукіна та ін.). Проте, незважаючи на значний доробок вищезгаданих учених, концептуальний підхід, пов'язаний із вибором доцільних фінансових інструментів з урахуванням національної специфіки для України залишається дискусійним.

Мета статті полягає у дослідженні сучасних тенденцій у галузі застосування сучасних інструментів фінансування інфраструктури, яка починаючи із середини 2000-х років зазнала радикальних трансформацій, основними причинами яких стали зміни в самому макроекономічному середовищі, переформатування порядку регулювання фінансових посередників та збільшення потреб у масштабних довгострокових інвестиціях.

Виклад основного матеріалу дослідження. З точки зору приватного інвестора, який здійснює кредитування або стає співвласником інфраструктурного об'єкта, інфраструктура представляє собою цікавий альтернативний клас активів, що характеризується такими рисами (рис. 1).

Еволюція та вдосконалення інструментів, які б ураховували наведені вище характеристики інфраструктури та задовольняли масштабні фінансові потреби, продовжується. Вона пройшла досить три-

Довгострокові активи з тривалим економічним життям
Низький технологічний ризик
Надання основних суспільних послуг
Нееластичний попит
Природна монополія або квазімонополійний ринок
Високі бар'єри входження на ринок
Активи, що регулюються
Часте природне хеджування проти інфляції
Стабільні, передбачувані грошові потоки від операційної діяльності
Низька кореляція з динамікою цін традиційних активів та загальною макроекономічною ситуацією

Рис. 1. Типові характеристики інфраструктурних об'єктів [1]

валий шлях від масової приватизації інфраструктурних активів у 1980-х роках минулого століття, коли інвестиції в інфраструктуру переважно здійснювалися через інструменти, що не котируються на біржі [2], до появи державно-приватного партнерства.

Розвиток фінансових ринків призводить до появи інноваційних фінансових інструментів (табл. 1).

В основу класифікації інструментів, яка представлена вище, покладено такі критерії: приналежність до власного чи боргового капіталу; можливість розміщення та обігу цінного паперу на фондовій біржі або не допущені до біржового обороту та не котируються на біржі.

Розглянемо детальніше інструменти фінансування, які поширені на ринку державно-приватного партнерства.

Акціонерне фінансування становить 10–30% від загального обсягу фінансування проектів [3, с. 14]. за акціонерного фінансування приватні інвестори беруть участь у капіталі проектної компанії та стають власниками проектної компанії пропорційно їхній частці, розраховуючи на стабільні дивіденди.

Протягом досить тривалого часу до публічних компаній належали компанії, які надавали транспортні послуги (аеропорти, морські порти), комунальні послуги тощо. У деяких країнах із ринком, що формується, більша частка в інфраструктурних компаніях належить державі. Власники акцій, які безпосередньо котируються на біржі, у переважній більшості є міноритарними акціонерами та мають непрямий вплив на управління компанією. До таких інвесторів відносять у тому числі і держателів акцій компаній поновлюваних джерел енергії (YieldCo), зокрема сонячних та вітрових електростанцій. Ринок цих інструментів виник у США і є зовсім молодим, але приваблює інвесторів досить високою динамікою розвитку, що може забезпечити більшу порівняно з облігаціями доходність. Для підвищення зацікавленості в акціях YieldCos-проектів, компаніям дозволяється збільшувати на певну кількість років величину амортизаційних нарахувань [3; 5].

Проте найбільше розповсюдження на ринку інфраструктурних проектів отримало проектне фінансування, формою якого можемо назвати державно-приватне партнерство, запровадження якого сприяло узаконенню участі приватного капіталу у фінансуванні нелістингових інфраструктурних проектів. Створення окремої проектної компанії (SPV – Special Purpose Vehicle) під інвестиційний проект давало можливість у процесі переговорів фіксувати частки кожного партнера та інструменти його входження в проект.

Ринок боргових інструментів історично становить 60–80% від загального обсягу фінансування (високий рівень співвідношення борг / власний капітал

притаманний для більшості ДПП-проектів) [3, с. 14]. Цей ринок відіграє сьогодні фундаментальну роль у підтримці фінансування інфраструктури. Суттєвою особливістю даного ринку є переважна більшість контрактів типу BOT (Build, Operate, Transfer: будівництво – експлуатація/управління – передача) та BOOT (Build, Own, Operate, Transfer: будівництво – володіння – експлуатація/управління – передача), які відносять до сегменту синдигованих кредитів [2].

На рис. 2. представлено загальні обсяги синдигованих кредитів та кредитів проектного фінансування.

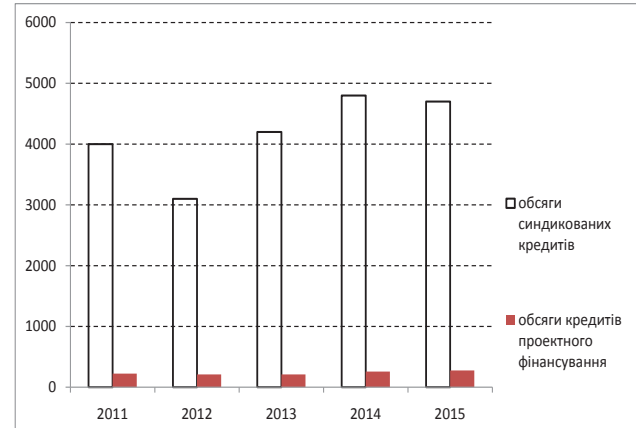


Рис. 2. Загальні обсяги синдигованого кредитування та проектного фінансування, млрд. дол. [7; 8]

Загальні обсяги синдигованого кредитування сягали в 2015 р. 4,7 трлн. дол. та порівняно з попереднім роком скоротилися на 3% [7]. Загальний обсяг кредитів проектного фінансування у 2015 р. становив 276,9 млрд. дол., що на 6,6% вище порівняно з 2014 р. [8]. Найбільш активним регіоном став регіон ЕМЕА (Європа, Близький Схід та Африка), частка якого в 2015 р. становила 39,1% світового ринку проектного фінансування. У галузевому розрізі 108,3 млрд. дол. (39% від загального обсягу) отримали енергетичні проекти, обсяги кредитування по яких зросли на 25,6% порівняно з минулим роком.

Синдигована позика надається пулом банків на чолі з одним або декількома уповноваженими організаторами (MLAs- Mandated Lead Arrangers), які організують пакет фінансування на одного позичальника. Організатор позики в синдикаті розробляє вимоги до позичальника від імені синдикату та домовляється про умови надання та повернення коштів, а також рівень процентних ставок. Умови кредитування значною мірою залежать від специфіки проекту та особливостей країни: політичної стабільності, валютного

Таблиця 1

Інструменти фінансування інфраструктури для приватних інвесторів

Вид активу	Інструмент	Механізм фінансування інфраструктурного проекту
Акції	Лістингові	Публічне підприємство. Акції компаній поновлюваних джерел енергії (YieldCos)
	Нелістингові	Приватне підприємство. Пряме / співінвестування в інфраструктурні проекти через акціонерний капітал, Державно-приватне партнерство
Змішані	Змішані/гібридні	Субординовані кредити/облігації, Мезанінне фінансування
Боргові із фіксованою доходністю	Облігації	Проектні облігації
		Муніципальні облігації («revenue bonds»)
		«Зелені» облігації (Green Bonds, Sukuk)
	Кредити	Пряме/ Co-Investment /спільне кредитування інфраструктурних проектів, Синдиговані кредити

Джерело: складено автором за [3; 4]

курсу та ризику його зміни, рівня інфляції. Синдикований кредит складається з декількох окремих позик, причому кожен банк – учасник синдикованого кредиту несе відповідальність винятково за свою суму позички. Тільки деякі умови контракту контролюються всіма учасниками синдикованого кредиту, наприклад прискорення повернення суми позички (де вся сума кредиту підлягає негайній оплаті).

Отже, кредити комерційних банків є найбільш вагомим інструментом фінансування інфраструктури, враховуючи їх гнучкість щодо можливостей перегляду умов позички та реагування на нові або непередбачені обставини. Саме ця гнучкість і відрізняє банківські кредити від іншого вагомим інструменту облігацій, що також широко використовується під час оформлення фінансування інфраструктури.

Набільшого розповсюдження на ринку проектного фінансування набули проектні, муніципальні (revenue bonds) та «зелені» облігації. Фінансування через емісію облігацій дає змогу позичальнику отримати безпосередній доступ до фінансових ресурсів інституційних та приватних інвесторів, оминаючи посередників, якими зазвичай є банківські установи. Важливу функцію тут виконують рейтингові агенції, які оцінюють ризикованість проекту і встановлюють кредитний рейтинг облігацій, що показує рівень привабливості інвестицій і ціну, яку вони повинні платити.

У табл. 2 наведено порівняльну характеристику окремих критеріїв випуску облігацій.

Розвинутий ринок корпоративних облігацій та диверсифікація портфелю активів сприяють широкому розповсюдженню облігацій корпорацій порівняно з проектними, що емітуються винятково для фінансування конкретного проекту. Обмеженість одним проектом спричиняє обережність щодо їх використання на початковому етапі проекту, коли будівельні ризики є високими, тому такі облігації зазвичай застосовуються для фінансування розбудови та монетизації вже існуючих (brownfield projects) інфраструктурних об'єктів або як інструмент рефінансування. Але водночас проектні облігації мають деякі риси, що роблять їх більш привабливими порівняно з синдикованими кредитами:

- облігації є стандартизованими інструментами ринку капіталів та мають кращу ліквідність за значного розміру емісії. Більш висока ступінь ліквідності може викликати зниження вартості фінансування порівняно із синдикованими кредитами;

- значна емісія може стати елементом індексів облігацій, створюючи додатковий інтерес для інвесторів на ринку облігацій;

- проектні облігації можуть бути випущені з довшим терміном погашення, ніж синдиковані кредити банків.

Емісію муніципальних облігацій у багатьох країнах контролюють банки розвитку, які відіграють

вирішальну роль під час фінансування інфраструктури. Крім того, для підвищення попиту на зазначений актив у деяких країнах йдуть на зниження ставки оподаткування.

Цікавим інструментом, який також набув широкого використання і становить 0–30% від загального обсягу фінансування проектів [3, с. 14], стає субординований борг (Mezzanine/Subordinated loans). Субординований борг представляє собою частку боргу, яка на певних умовах прирівнюється до капіталу проектною компанією. Віднесення до тієї чи іншої категорії (кредитор, держатель акцій чи частки, або кредитор, що прирівнюється до акціонера з особливими правами) залежить від права на пред'явлення претензій, яке отримує інвестор: пріоритетні претензії (кредитор) або залишкові претензії (власник акціонерного капіталу чи субординованого боргу). Таке використання субординованого боргу (квазі-капіталу) дає змогу проектній компанії підтримувати більш високий рівень боргу до власного капіталу в проекті.

Висновки. Основні характеристики інфраструктури, бюджетні обмеження, постійна потреба у розбудові інфраструктури та еволюція ринків капіталу стали основою модернізації підходів до фінансування та появи державно-приватного партнерства, а наявність прямого або опосередкованого контролю з боку держави призвела до появи нових фінансових інструментів.

Переформатування порядку регулювання фінансових посередників та збільшення потреб у масштабних довгострокових інвестиціях призвели до перерозподілу потоків від банківського сектору до сектору інституційних інвесторів та до появи чисельних боргових інструментів, у тому числі і «зелених», що відповідають сучасним трендам відповідального фінансування. Останні тенденції на ринку фінансування інфраструктурних проектів свідчать про відродження спільного інвестування. Оминаючи посередників, переважно інвестиційні компанії та банки, та уникаючи зайвих витрат, спільне інвестування забезпечує концентрацію капіталу безпосередньо на проекті.

В Україні світові тенденції проектного фінансування, незважаючи на існуючу потребу в диверсифікації інструментів фінансування інфраструктури, так і не отримали свого розвитку. Навіть такі класичні інструменти, як банківське проектне фінансування і боргові цінні папери, поки що не набули поширення.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Gatti, S. «Fueling European Union Growth: Financing and Investing in Infrastructure», Working Paper, 2012. Carefin Bocconi.
2. Raffaele Della Croce and Stefano Gatti. Financing infrastructure – international trends OECD journal: financial market trends – volume 2014/1. – P. 123–138.
3. Mapping of instruments and incentives for infrastructure financing: a taxonomy OECD report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. © OECD 2015 [Електронний ресурс]. – Режим

Таблиця 2

Порівняльна характеристика окремих критеріїв випуску облігацій

	Критерії порівняння	Проектні облігації	Корпоративні облігації	Муніципальні облігації (revenue bonds)
1.	Емітент	Проектна компанія (SPV)	Фірма, корпорація	Органи місцевої влади
2.	Строк обігу	15-25 років (довгострокові)	1-10 років (середньострокові)	10-20 років (довгострокові)
3.	Об'єкт фінансування	Інфраструктурні об'єкти	Поточна господарська (операційна) діяльність	Фінансування місцевих проектів
4.	Дохідність	Низька	Достатньо висока	Середня
5.	Джерело погашення	Кошти отримані від експлуатації об'єкту	Доходи від поточної операційної діяльності	Кошти отримані від експлуатації об'єкту

Джерело: складено автором на основі [6, с. 291]

- доступу: <https://g20.org/wp-content/uploads/2015/09/Mapping-of-Instruments-and-Incentives-for-Infrastructure-Financing-A-Taxonomy.pdf>.
- Public-private-partnership in infrastructure resource center [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/sources>.
 - The YieldCo structure. Unlocking the value in power generation assets [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-yieldco-brochure/\\$FILE/ey-yieldco-brochure.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-yieldco-brochure/$FILE/ey-yieldco-brochure.pdf).
 - Солодовник О.О., Докуніна К.І. Удосконалення механізму фінансування інфраструктурних проектів шляхом випуску інфраструктурних облігацій / О.О. Солодовник, К.І. Докуніна // Бізнес Інформ. – 2014. – № 7. – С. 289–292.
 - Global syndicated loans review. Managing underwriters // Thomson Reuters Full Year 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Global_Syndicated_Loans_Review.pdf.
 - Global project finance review. Managing underwriters // Thomson Reuters Full Year 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Global_Project_Finance%20Review.pdf.