

УДК 330.322.12, 330.322.16, 339.72.015
ГРНТИ 06.52.13, 06.52.41, 06.51.87, 06.51.02

Тенденции развития механизмов финансирования инфраструктурных проектов: особенности инвестиционных стратегий в различных странах

К.Е. Кароян, аспирант
e-mail: ikamoshka@gmail.com

Аннотация

Предмет/тема. В статье рассматривается динамика изменения структуры привлечения финансирования в инфраструктурные проекты стран схожих с Россией по индексу привлекательности привлечения инвестиций в инфраструктуру. **Цели/задачи.** Целью работы является выявление общемировых тенденций по изменению основных форм привлечения финансирования в инфраструктурные проекты. **Методология.** Описана накопившаяся статистика по формам привлечения инфраструктурных инвестиций, а также проанализированы 270 сделок по инфраструктурным проектам за 2015 год. **Результаты.** Сделан вывод о том, что для финансирования инфраструктурных проектов в первую очередь используются долговые инструменты (60-80%), наиболее часто используемый инструмент финансирования проектов – это синдицированные кредиты без права регресса или с правом частичного регресса. Анализ базы данных по инфраструктурным проектам за 2015 г. IJ Global Project Finance and Infrastructure показал, что доля банков составила почти 60%, банков развития 16%, облигационных займов 9% и долевого финансирования 15%. При этом отмечается тенденция увеличения доли облигационного финансирования, в частности, специальных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов. Анализ 270 заключенных в 2015 г. сделок в Австралии, Бразилии, Индии, Индонезии, Мексике, Перу, Турции, Чили подтверждает этот вывод. **Выводы/значимость.** Выявляется и доказывается преобладающая доля синдицированных кредитов в инфраструктурных проектах, а также описывается новая формирующаяся тенденция увеличения объемов привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты посредством облигационных займов. **Применение.** Рассмотренные в статье тенденции могут быть использованы в рамках последующих исследований о механизмах привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты. Помимо всего прочего результаты работы могут быть использованы в качестве ориентира для России в части развития законодательной базы по улучшению условий синдицированного кредитования и выпуска проектных облигаций для инфраструктурных проектов.

Ключевые слова: инфраструктурный проект, инвестиция, синдицированный кредит, проектная облигация, механизм привлечения финансирования

По данным ОЭСР на сегодняшний день, наиболее часто используемый инструмент финансирования проектов – это синдицированные кредиты без права регресса или с правом частичного регресса [3]. В период с 2007 по 2012 год проектные кредиты составляли от 5% до 12,2% всего объема синдицированного кредитования – 140-250 млрд. долл. [11].

В этот же период объемы выпущенных проектных облигаций (для проектирования, строительства, ремонта и управления инфраструктурным объектом) выросли с 8,5 млрд. до 49 млрд. долл. [11]. Несмотря на такой относительно небольшой объем, наблюдается тенденция роста данного сегмента рынка заемного капитала [2].

Так же, как и в отчетах ОЭСР, глобальный обзор IJ Global Project financing and infrastructure Journal отражает доминирование банковского кредита в широком смысле слова (Рис. 1). В частности, имеются в виду различные схемы кредитования для различных целей (первоначальных, дополнительных инвестиций, рефинансирования долгов и т.д.) и этапов развития проектов.

Примечательно, что объемы кредитов институтов развития за последние несколько лет снизились и на 2015 год немного превышают объемы проектных облигаций. Снижение объемов может быть связано с качеством кредитного портфеля. В некоторых институтах развития доля хороших кредитов не превышает 30% [12].



Рис. 1. Финансовые инструменты внешних и внутренних инфраструктурных инвестиций в мире, млн. долл.
(Источник: Full-year 2015 league table analysis, 2015).

Проекты, как правило, не обязательно имеют хорошую и предсказуемую доходность, что ведет к появлению плохих долгов и снижает возможность банка для дальнейшего наращивания кредитного портфеля [1]. Другим важным аспектом является цикл развития экономики и соответствующая склонность к риску со стороны институциональных инвесторов [9].

Например, после финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. наметилась общая тенденция смещения акцента инвестирования пенсионных накоплений из рискованных акций в сторону альтернативных источников с меньшим уровнем риска, в том числе инвестиций в инфраструктуру [7]. Такое положение дел в большей степени свойственно экономической природе управления рисками институциональными инвесторами, ориентированные на длинные горизонты планирования в связи с долгосрочной структурой их пассивов [4].

В исследовании Банка Международных Расчетов (БМР) [13] также сравниваются объемы синдицированных проектных кредитов и инфраструктурных облигаций¹. В частности, эксперты БМР демонстрируют, что за последние 20 лет синдицированное кредитование инфраструктурных проектов существенно выросло как в развитых, так и в развивающихся странах. Лидерами по объемам являются страны азиатско-тихоокеанского региона. Резкий прирост синдицированных кредитов может быть связан с периодом посткризисной мягкой денежно-кредитной политики в рассмат-

риваемых странах. При этом также, как и ОЭСР, БМР демонстрирует преобладание кредитов над проектными облигациями во всех исследуемых регионах.

Для целей более детального анализа пропорций между инструментами финансирования инфраструктурных проектов были проанализированы данные по более 270 сделкам² в Австралии, Бразилии, Индии, Индонезии, Мексике, Перу, Турции, Чили, фактически заключенным (т.е. с подписанным договором) в 2015 году. Выборка стран была сформирована по индексу привлекательности стран для частных инфраструктурных инвестиций (Risk/Reward Index) сопоставимых с Россией. Исключением является Австралия: она была выбрана в качестве страны ориентира по инфраструктурным инвестициям, так как является одним из центров использования лучших мировых практик.

Сделки, которые попадали под любую другую категорию, а именно: объявленные, находящиеся на различных этапах тендера, консалтинга и т.д. не рассматривались.

Австралия

Структура инфраструктурных инвестиций в Австралии не противоречит ранее описанной глобальной закономерности: кредиты (проектные и корпоративные) существенно превышают по объему сделок все остальные инструменты финансирования. Доля облигаций (проектных и корпоративных) не превышает 5%. Финансирование за счет собственного капитала составляет 19%. На государственные финансы (внешние и внутренние) приходится около 10%, еще 2 % составляют кредиты институтов развития и экспортных агентств.

¹ Под инфраструктурными облигациями понимаются облигации, выпущенные компаниями, относящимися к инфраструктурным секторам экономики.

² Для исследования использовалась база данных IJ Global Project Finance and Infrastructure Journal.



Рис. 2. Структура инфраструктурных инвестиций в части исследуемых стран (Источник: построено на основании анализа данных IJ Global по заключенным сделкам в 2015).

Использование облигаций в 99% случаев наблюдается в сделках для рефинансирования существующих долгов по проектам (если речь идет о проектных облигациях). Выпуск корпоративных облигаций также традиционно характерен для финансирования расходов на содержание оборотного капитала или рефинансирования ранее созданных долгов для корпоративных нужд.

Таким образом, анализ сделок, заключенных в 2015 году в Австралии, позволил сделать несколько выводов: во-первых, кредиты превышают 50% всего объема инфраструктурных инвестиций, во-вторых, проектные облигации практически не используются для первичного финансирования, но для рефинансирования существующих долгов по проектам; в-третьих, значение институтов развития и экспортных агентства в Австралии достаточно небольшое, при этом все институты развития внешние. Рынок обеспечивает наибольшую долю инфраструктурных инвестиций. Наконец, большинство инвесторов – банковские структуры.

Бразилия

Структура инфраструктурных инвестиций в Бразилии также соответствует глобальной картине. Доля кредитов (корпоративных и проектных) в общем объеме инвестиций составляет около 56%, при доле облигаций (проектных и корпоративных) около 3%. Финансирование за счет собственного капитала составляет 7% как для проектных целей, так и

для корпоративных. В отличие от Австралии значение внутренних институтов развития (в государственной собственности) существенно больше и составляет около 15% сумм сделок (доля внешних – 2%). Участие государства (помимо института развития) представлено посредством государственных банков и составляет 3%. Также среди инвесторов встречаются зарубежные государственные институты (2%), кредитные экспортные агентства (5%).

Анализ сделок с использованием облигаций показал, что в 2015 году в Бразилии облигации выпускались для целей первичного финансирования проектов. Большинство сделок с облигациями касались сектора возобновляемой энергетики, в частности, строительства комплекса ветряных станций. Для более крупных комплексов использовались сочетания инструментов: кредит банка развития + синдицированный кредит / кредитная гарантия (на сумму идентичную размеру кредита банка развития) + облигации + собственный капитал. Для более мелких проектов использовались облигации.

Использование облигаций в данном секторе может объясняться большей предсказуемостью и относительной простотой проекта, а также меньшей вероятностью последующего рефинансирования / реструктуризации долга.

Таким образом, можно сделать следующие выводы: во-первых, в Бразилии доля кредитов

в 2015 году превышает 50% всех инфраструктурных инвестиций, во-вторых, проектные облигации используются для Greenfield проектов, для первичного финансирования, в-третьих, внутренние институты развития занимают относительно небольшую нишу: суммарно сопоставимы с объемом «акции + облигации», в-четвертых, большинство инвесторов так же, как и в Австралии, являются банковскими структурами, наконец, коммерческие банки и частные инвесторы обеспечивают большую часть инфраструктурных инвестиций.

Индия

Структура финансирования инфраструктурных проектов в Индии не совсем соответствует глобальному распределению инструментов, в частности, кредиты (проектные + для корпоративных целей), выданные на рыночных условиях, составляют не более 21%, при этом кредиты государственных банков (проектные + для корпоративных целей) составляют 47%, еще 4% составляют средства бюджета. Доля институтов развития незначительна, аналогичная ситуация с экспортными агентствами. Напротив, финансирование за счет собственных средств составляет почти 22%, что значительно выше, чем в Австралии и Бразилии. В Индии публичные компании (в том числе, государственные публичные банки) имеют большое распространение. В целом доленое участие часто встречающаяся форма привлечения инвестиций. Низкая доля рынка в кредитовании проектов, как уже было отмечено в предыдущем разделе, может быть связана с директивными установками Резервного банка Индии об обязательном кредитовании приоритетных отраслей.

В 2015 году облигационные займы использовались для рефинансирования существующих долгов по ранее заключенным проектам. Так же, как и в Бразилии, проекты отличаются предсказуемостью и относительной простотой реализации.

Таким образом, можно сделать следующие выводы: во-первых, в Индии государственный сектор (за счет государственных банков и бюджета) составляет больше 50%, во-вторых, доля рыночных кредитов сравнительно невелика, в-третьих, доленое участие в проектах сравнимо по объемам с заемным (рыночным) капиталом, в-четвертых, проектные облигации занимают незначительную долю, при этом используются для рефинансирования долгов, наконец, значение институтов развития небольшое.

Турция

Отличительной особенностью является отсутствие облигационных займов в структуре инвестиций. Более 50% инвестиций сделано в форме кредитов (проектных и для коммерческих целей). 20% приходится на кредиты от государственных банков Турции. Не меньшее значение имеет доленое участие, которое в 2015 году составило 14% для проектного финансирования, 9% – для корпоративного. Доля институтов развития незначительна.

Из всей группы исследуемых стран, помимо рассмотренных, еще в трех странах – Чили, Перу и Мексике – в 2015 году использовались проектные и корпоративные облигации для финансирования инфраструктурных проектов (Таблица 1).

Таблица 1

Способы финансирования инфраструктурных проектов в Латинской Америке

Страна	Название проекта	Тип	Срок, лет	Сумма, млн. долл.	Тип сделки
Мексика	Строительство ветряных станций Piedra Larga I Wind Farm	Облигации	15	124,44	Проектное финансирование
Мексика	Выпуск облигаций Мексиканской госкомпанией Pemex	Облигации	5	590,35	Нет данных
Мексика	Выпуск облигаций Мексиканской энергетической госкомпанией CFE	CFE 14.2	10	151,38	Нет данных
		CFE15		30,28	Нет данных
		Облигации		302,76	Нет данных

Страна	Название проекта	Тип	Срок, лет	Сумма, млн. долл.	Тип сделки
Перу	Рефинансирование долгов за покупку поездов и др. оборудования для линии метро Lima and Chaco - Line 1 / покрытие расходов на строительные работы	Облигации	24,9	204,33	Проектное финансирование
		Многосторонний кредит		300,00	
Перу	Проложение оптоволоконна Red Dorsal Fibre Optic	Облигации	16,6	273,70	Проектное финансирование
Перу	Выпуск облигаций под строительство дороги Ancon-Huacho-Pativilca проектной компанией Norvial	Облигации	12	89,40	Корпоративное финансирование
		Облигации	5	25,09	
Чили	Рефинансирование долгов по строительству и развитию госпиталей Santiago Hospitals - La Florida and Maipu	Облигации	7	221,00	Проектное финансирование
		Облигации	7	28,00	
Чили	Рефинансирование долгов по проекту строительства угольного завода Nueva Ventanas (Brownfield)	Облигации	10	425,00	Проектное финансирование
Чили	Рефинансирование долгов угольного завода Guacolda	Облигации	10	500,00	Корпоративное финансирование
		Кредит	5	330,00	
Чили	Рефинансирование долгов по проекту строительства угольного завода Nueva Ventanas	Облигации	10	425,00	Проектное финансирование

Источник: данные по сделкам IJ Global.

Так же, как и в Австралии, проектные облигации в большинстве случаев использовались для рефинансирования существующих долгов. Несколько проектов получили первичное финансирование. Однако в целом, количество сделок с использованием облигаций невелико.

Почему проектные облигации по сравнению с другими видами инфраструктурных инвестиций занимают меньшую долю в общем объеме инвестиций, чем кредиты?

Банк международных расчетов приводит следующие аргументы [13]. На начальном этапе проекта значительную долю финансирования обычно составляют банковские кредиты. Это связано с тем, что банки, будучи кредиторами, достаточно опытни в мониторинге проекта; инфраструктурные проекты,

как правило, требуют постепенного финансирования и в этом смысле банковские кредиты более гибкие по условиям предоставления; инфраструктурные проекты зачастую требуют реструктуризации долга в условиях непредвиденных событий (поскольку проект долгосрочный) и реструктуризация кредита происходит быстрее, чем реструктуризация облигаций.

На начальном этапе риски неплатежа по проектному кредиту выше, чем по обычным кредитам, однако в течение жизненного цикла проекта и ближе к концу его реализации они существенно снижаются. Долгосрочные проектные кредиты в среднем могут нести в себе не больше кредитных рисков, чем краткосрочные.

Поскольку период между запуском проекта

и получением первых доходов в виде платежей пользователей сервиса достаточно длительный, проектные кредиты зачастую выдаются на срок более 10 лет. Само по себе участие надежного банка как кредитора проекта может служить гарантией для остальных потенциальных кредиторов с меньшими возможностями и компетенцией по мониторингу проекта.

Инфраструктурные облигации в основном интересны долгосрочным инвесторам, например, пенсионным фондам или страховым компаниям, которые, как правило, в меньшей степени готовы инвестировать средства в долговые ценные бумаги с высокой степенью риска, именно поэтому облигации на стадии строительства будут для них непривлекательны [10]. Однако, что касается стадии эксплуатации, то в этом случае финансирование за счет проектных облигаций предпочтительнее банковского финансирования [6]. Также, поскольку обязательства банков краткосрочны, последние ограничены в выборе срока активов [5].

Выводы

В мировой практике для финансирования инфраструктурных проектов в первую очередь используются долговые инструменты (60-80%), наиболее часто используемый инструмент финансирования проектов – это синдицированные кредиты без права регресса или с правом частичного регресса. Анализ базы данных по инфраструктурным проектам за 2015 г. IJ Global Project Finance and Infrastructure показал, что доля банков составила почти 60%, банков развития 16%, облигационных займов 9% и долевого финансирования 15%. При этом отмечается тенденция увеличения доли облигационного финансирования, в частности, специальных облигаций для финансирования инфраструктурных проектов. Анализ 270 заключенных в 2015 г. сделок в Австралии, Бразилии, Индии, Индонезии, Мексике, Перу, Турции, Чили подтверждает этот вывод.

Литература

1. Беляева И.Ю., Эскиндаров М.А. Капитал финансово-промышленных корпоративных структур: теория и практика. - М.: ИНФРА-М, 2001. - 400 с.
2. Борталевич В.Ю. Оптимизация системы стратегического управления инвестиционного потенциала в отраслях промышленного

производства в рамках ЕАЭС //Стратегическое планирование и развитие предприятий. – М.: ЦЭМИ РАН, 2016. - С. 25-27.

3. Международные экономические отношения //Смитиенко Б.М., Комиссарова Л.И., Эскиндаров М.А. и др. //Под. ред. Б. М. Смитиенко. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Издательство Инфра-М, 2014. - 528 с.

4. Перская В.В., Эскиндаров М.А. Методология формирования конкурентных преимуществ национальных хозяйств //Горизонты экономики. - 2015. - № 5 (24). - С. 83-89.

5. Петраков Н. Модернизация экономики как антикризисная мера //Проблемы теории и практики управления. - 2009. - № 6. - С. 8-15.

6. Сильвестров С.Н., Смирнов Ф.А. К вопросу о принципах санкционной войны Запада против России //Экономические стратегии. - 2015. - Т. 17. - № 3 (129). - С. 36-45.

7. Цветков В.А., Борталевич С.И., Логинов Е.Л. Стратегические подходы к развитию энергетической инфраструктуры России в условиях интеграции национальных энергосистем и энергорынков. – М.: ИПР РАН, 2014. – 511 с.

8. Цветков В.А. Меры по поддержке населения и реального сектора экономики России в условиях кризиса //Вестник Финансового университета. - 2015. - № 3 (87). - С. 73-78.

9. Цветков В.А. Экстерриториальность капитала: региональный аспект //Управление. - 2014. - Т. 2. - № 1. - С. 73-77.

10. Эскиндаров М.А. Проблемы интеграции финансовых рынков стран единого экономического пространства //Вестник Финансового университета. - 2014. - № 1 (89). - С. 8-19.

11. Infrastructure Financing Instruments and Incentives, OECD. [Электрон. ресурс]. – 2015. – URL: <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Infrastructure-Financing-Instruments-and-Incentives.pdf>

12. Сайт новостного портала «Tribune242». [Электрон. ресурс]. – URL: <http://www.tribune242.com/news/2014/nov/20/d-development-bank-less-than-30-of-loans-good/>

13. BIS Working Papers No 454 Understanding the challenges for infrastructure finance by Torsten Ehlers. [Электрон. ресурс]. – 2014. – URL: <http://www.ltic.org/images/work454.pdf>

14. IJ Global Project Finance and Infrastructure Journal. [Электрон. ресурс]. – 2015. – URL: <https://ijglobal.com/>

Changes in the structure of infrastructure projects financing: Review of global trends

Kamo E. Karoyan, post graduate student
e-mail: *ikamoshka@gmail.com*

Abstract

The subject/topic. The article deals with the dynamics of changes in the structure of raising funds for infrastructure projects among countries, which could be classified as similar to Russia by the attractiveness index of infrastructure investments. **Goals/Objectives.** The aim of this work is to identify global trends of changes in the basic forms of financing infrastructure projects. **Methodology.** Describes the accumulated statistics of the forms of attracting infrastructure investments, as well as analyzed 270 transactions for infrastructure projects in 2015. **The Results.** It is concluded that for financing of infrastructure projects primarily used for debt instruments (60-80%), the most commonly used instrument is syndicated loan. Database analysis on infrastructure projects for 2015 IJ Global Project Finance and Infrastructure showed that the share of commercial banks finance amounted to almost 60%, development banks 16%, bonds 9% equity financing 15%. However, there is formed a trend that can be described as increase in the share of bond financing, in particular, the special bonds for financing infrastructure projects. Analysis of 270 infrastructure projects deals in 2015 in Australia, Brazil, India, Indonesia, Mexico, Peru, Turkey, Chile, confirms this conclusion. **Conclusions/significance.** Identified and proved the prevailing share of syndicated loans to infrastructure projects and describes the new emerging trend of increasing volumes of attraction of investments in infrastructure projects through bond issues. **Application.** Discussed in the article trends can be used in the subsequent studies on the mechanisms for attracting investments in infrastructure projects. In addition, the results can be used as a benchmark for Russia in the development of legislation for the improvement of the conditions of the syndicated loans and issuance of project bonds for infrastructure projects.

Keywords: *infrastructure project, investment, syndicated loan, project bond, mechanism to attract financing*

Об авторе

Кароян Камо Ерчаникович, аспирант Департамента мировой экономики и мировых финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва.