

## НОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ КОМПЛЕКСНОГО ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ В НАЦИОНАЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ

**В** настоящее время одной из основных проблем, препятствующих модернизации и развитию национальной экономики, является неразвитость отечественной инфраструктуры. Географическое расположение Узбекистана представляет собой значительное преимущество с точки зрения наличия большого количества полезных ископаемых и одновременно требует строительства крупных объектов инфраструктуры, которые связывали бы регионы страны в единое целое.

Необходимым условием высоких темпов экономического роста и повышения качества жизни населения всей страны, а также, отдельных ее регионов является устойчивое и эффективное функционирование инфраструктуры. Во многих странах строительство и эксплуатация этих объектов относятся к компетенции местных органов власти и самоуправления. Однако, их финансирование требует значительных инвестиций. Наиболее эффективным и распространенным способом решения данной проблемы является объединение усилий государства и частных компаний посредством выпуска инфраструктурных облигаций. Говоря о самом термине "инфраструктурные облигации" следует отметить, что в литературе, посвященной вопросам финансирования инфраструктурных проектов, этим термином часто обозначают все облигации, которые выпускаются для финансирования инфраструктурного объекта (инфраструктурные облигации в экономическом значении).

В сложившейся мировой практике такие облигации делятся на:

1. Проектные облигации (project bonds).
2. Облигации, обеспеченные поступлениями (revenue bonds).
3. Облигации с общим обязательством эмитента (general obligations bonds).

Такое деление зависит от того, кто является эмитентом (частная компания или публичное образование), а также, от обеспечения по облигациям и вытекающих из этого особенностей<sup>1</sup>.

Например проектные облигации - это ценные бумаги, выпускаемые частной проектной компанией, которой принадлежит объект инфраструктуры (строящийся или уже построенный), и выплаты по которым осуществляются за счет поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры, и чьи эмиссионные документы

---

*АБДУЛЛАЕВА Мехрибон, соискатель Академии государственного управления при Президенте Республики Узбекистан.*

содержат ковенанты, позволяющие владельцам облигаций (и их представителям) отслеживать обстоятельства, которые существенно влияют на денежный поток финансируемого инфраструктурного проекта<sup>1</sup>.

Облигации обеспеченные поступлениями - это облигации, которые выпускаются публично - правовыми образованиями (государством, муниципалитетом) и (или) публичными юридическими лицами. Ими могут быть юридические лица, учрежденные публично - правовым образованием (в уставном капитале которых оно имеет преобладающее участие), а также юридические лица, выполняющие какие - либо публичные функции (на основе соглашения с публично - правовым образованием или лицензии) (далее - публичное образование). В качестве обеспечения по таким облигациям выступают поступления от эксплуатации финансируемого инфраструктурного объекта (налоговые сборы, пошлины, тарифы и т.п.), а также от эксплуатации других объектов инфраструктуры, принадлежащих публичному образованию.

Имущество публичного образования не обеспечивает обязательства по облигациям. Объект инфраструктуры не передается в качестве обеспечения обязательств по облигациям и остается в собственности публичного образования<sup>1</sup>.

Облигации с общим обязательством эмитента - это облигации, эмитируемые публичным образованием и по которым в качестве обеспечения выплат могут выступать не только поступления от эксплуатации инфраструктурного объекта, но и все имущество публичного образования.

Таким образом, по данному виду облигаций, в случае недостаточности поступлений от эксплуатации инфраструктурного объекта может быть использовано другое имущество эмитента (прежде всего, налоговые доходы бюджета). В связи с этим, выпуск данных облигаций требует одобрения законодательного органа, поскольку устанавливаются дополнительные расходные обязательства бюджета. Как правило, облигации с общим обязательством эмитента имеют место тогда, когда необходимо обеспечить финансирование крупных дорогостоящих проектов на длительный срок<sup>1</sup>.

Применительно к национальной практике инфраструктурными облигациями предлагается называть облигации, обеспеченные поступлениями.

Выпуск инфраструктурных облигаций - один из эффективных инструментов привлечения долгосрочного финансирования при реализации проектов с длительными сроками освоения. А для того, чтобы они стали универсальным инструментом, применяемым при реализации проектов в различных отраслях, необходима нормативно-правовая база, регулирующая в том числе, вопросы гарантии, формата проектов, статуса эмитентов и еще ряд моментов, связанных со спецификой консервативных финансов. Так как в Узбекистане этот вид облигаций еще не практикуется, обратимся к опыту развитых стран.

Мировая практика обращения облигаций, с помощью которых финансируется инфраструктурный проект, предполагает, что они составляют лишь часть в общей структуре инфраструктурного финансирования.

Поэтому будет целесообразным указать, что инфраструктурные облигации - один из возможных инструментов финансирования инфраструктурных проектов. Следовательно, можно дать определение инфраструктурной облигации как привлечение денежных средств организацией эмитентом, с целью финансирования создания, реконструкции и (или) эксплуатации промышленной и иной инфраструктуры.

По отраслевому признаку инфраструктурные облигации могут рассматриваться, в том числе как инструмент финансирования концессионных проектов. Однако противоречия, заложенные в порядке заключения и исполнения концессионного и проектного соглашений, делают по сути невозможным осуществление эмиссии инфраструктурных облигаций в рамках концессионных соглашений. В то же время мировая практика реализации проектов ГЧП рассматривает инфраструктурные облигации как один из ключевых инструментов

финансирования долгосрочных проектов. В США, например, существуют две разновидности ценных бумаг, выпускаемых для привлечения финансирования инфраструктурных объектов: облигации, обеспеченные поступлениями, и облигации с общим обязательством эмитента, - и те, и другие активно применяются.

В целом сектор субфедерального долга имеет тенденцию к постоянному сужению, что контрастирует с общемировой практикой расширения использования инструментов фондового рынка для финансирования различных инвестиционных проектов. Отметим, что в США объемы муниципальных займов постоянно росли, причем в 2007 г., несмотря на жесточайший кризис доверия и сокращение ликвидности на межбанковском рынке, муниципалитеты и правительства отдельных штатов размещали облигации на рекордную сумму - почти 425 млрд. долл., что более чем в 2 раза превышает уровень 2000 г.

Если рассмотреть западный подход для финансирования инфраструктурных проектов представляется целесообразным введение специальных целевых (инфраструктурных) облигаций. В западных странах созданный по такому принципу рынок муниципальных ценных бумаг позволяет привлекать значительные средства для финансирования региональных инфраструктурных проектов.

В США муниципальные обязательства делятся на две группы:

- облигации общего покрытия (general obligation bonds);
- облигации, обеспеченные доходами от проектов (revenue bonds).

Особого внимания заслуживает второй тип займов. Выпускаются они в расчете на доходы от реализуемых муниципалитетами проектов: транспортных, жилищных, образовательных, инфраструктурных и т.д.

Источником выплаты долга в данном случае служат платежи потребителей услуг, например за пользование коммунальными услугами, водой, электричеством (user fees), или же плата за пользование дорогами, автостоянками и т.д. (tools, concessions, fees). Доля revenue bonds весьма значительна и составляет порядка 60-70% от общего объема муниципальных заимствований.

Выпускаются также облигации развития промышленности и других видов деятельности, предусматривающих льготы по налогообложению дохода по ценным бумагам.

Отметим, что для решения проблемы строительства недорогого муниципального жилья в США активно используются жилищные облигации, эмитентом которых является правительство штата или же подразделение правительства штата, отвечающее за жилищное строительство. Средства, полученные в результате эмиссии, выдаются в форме ссуды застройщику. В дальнейшем погашение осуществляется за счет арендной платы, взимаемой с жильцов. В случае если часть жилья остается нераспределенной, застройщик вправе реализовать её на открытом рынке и выплатить долг муниципалитету (или штату). Обычно такая схема применяется в отношении строительства жилья для семей с низкими и средними доходами, впервые покупающих себе собственное жилье.

Доля данного инструмента весьма значительна на рынке муниципальных облигаций США, он выпускается с середины 1980-х гг. Общая сумма задолженности по облигациям такого типа превышает 100 млрд долл. С помощью этих облигаций в США профинансировано более 1 млн. кредитов для семей, покупающих частный дом впервые, и более 900 тыс. единиц доходного жилья.

Отметим также, что в большинстве штатов именно за счет облигаций, обеспеченных доходами от проектов осуществляется финансирование строительства большинства скоростных магистралей, ключевых мостов и развязок.

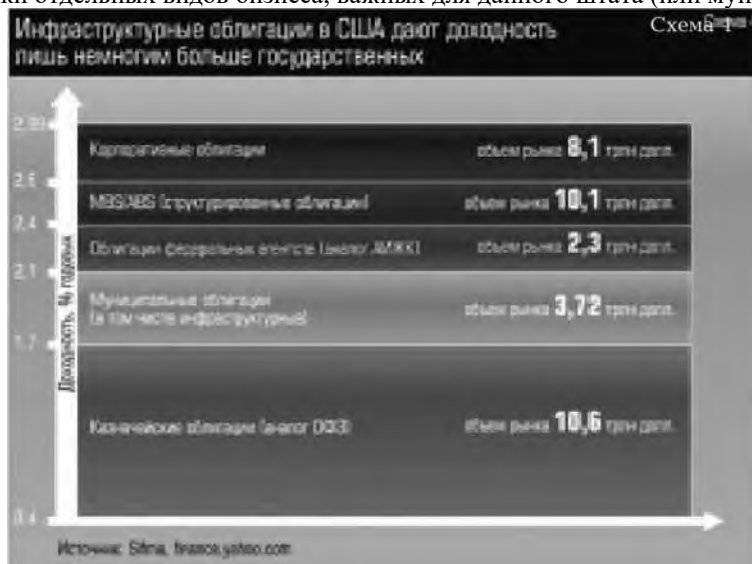
Согласно данным Ведомства федеральных дорог США объем задолженности по "дорожным" облигациям отдельных штатов в начале 2005 г. составил 85,6 млрд долл., при этом объем размещений за 2004 г. достиг 13,3 млрд долл., из которых 76,8% (более 10,2 млрд долл.) пришлось на инфраструктурные облигации.

Похожая ситуация складывается в сфере ЖКХ и финансирования некоммерческих проектов (больниц, музеев, объектов культуры).

В последнее время в США инфраструктурные облигации относятся к сегменту муниципальных облигаций, занимая 60 - 70% этого рынка, около 2,15 - 2,6 трлн. долларов. Более четкую границу провести сложно, так как строительство многих объектов инфраструктуры подразумевает безвозмездность их использования: школ, мостов, дорог, объектов противопожарной охраны. Платежи по таким облигациям осуществляются из местных бюджетов, хотя финансировалось строительство именно инфраструктуры.

Основная особенность муниципальных облигаций в США - налоговые льготы на купон, что до недавнего времени позволяло этим облигациям котироваться выше казначейских бумаг. Однако интервенции Федеральной резервной системы последних лет несколько исказили картину. Сейчас муниципальные облигации стоят дешевле казначейских, однако их ценность выше корпоративных и структурированных облигаций (см. схему 1). В остальном же кривая доходности муниципальных долгов меняется вместе с рынком. То есть государство, понижая ставки на рынке казначейских облигаций, опосредованно понижает их, в том числе и на рынке займов, привлеченных на строительство инфраструктуры.

Для поддержки отдельных видов бизнеса, важных для данного штата (или мунци-



палитета), используются промышленные облигации, обеспеченные доходами от проектов (Industrial revenue bonds (IRBs)): муниципалитет размещает бумаги на рынке, одновременно выдавая ссуды предприятиям. Выплата купонного дохода и погашение IRBs привязаны к финансовым результатам деятельности компаний.

В целом, муниципальные займы в США относятся к числу наиболее надежных финансовых инструментов, причем это правило распространяется на все виды муниципальных облигаций. Статистика показывает, что порядка 15% объема этих инструментов находятся в портфелях страховых компаний, еще около 10% в портфелях банков и свыше 35% в портфелях взаимных фондов. Таким образом, муниципальные облигации пользуются спросом, в том числе и среди наиболее консервативных инвесторов.

Использование иностранного опыта позволит регионам Узбекистана в полной мере воспользоваться возможностями национального фондового рынка, с тем чтобы, привлечь капитал для обновления инфраструктуры городов и регионов.

Инфраструктурные облигации как самостоятельный институт пока не регламентированы

законодательством Республики Узбекистан и после выпуска на первое время будут представлять собой особенности корпоративных облигаций, выпускаемых эмитентом-концессионером с целью привлечения финансирования для реализации концессионного соглашения (строительство или реконструкция объектов инфраструктуры). Выплата процентного (купонного) дохода по инфраструктурным облигациям обеспечивается доходом эмитента-концессионера от эксплуатации инфраструктурного объекта, то есть будущим денежным потоком, что позволяет рассматривать инфраструктурные облигации как разновидность секьюритизации.

Под эмитентом-концессионером понимается юридическое лицо, заключившее концессионное соглашение в порядке, предусмотренном законом "О концессионных соглашениях" от № ПП, концедентом по которому является Республика Узбекистан или ее субъект.

Основываясь на отечественном законодательстве и мировом опыте можно предлагать следующую поэтапную схему инфраструктурного облигационного займа[4]:

- создание специального юридического лица с целью участия в конкурсе на заключение концессионного соглашения;
- участие в конкурсе на заключение концессионного соглашения;
- заключение концессионного соглашения;
- размещение инфраструктурных облигаций со сроком обращения не менее срока строительства и последующего периода окупаемости проекта;
- направление денежных средств, полученных от размещения инфраструктурных облигаций, на строительство, реконструкцию инфраструктурного объекта;
- государственная приемка инфраструктурного проекта;
- сбор платежей от пользователей реконструированного или законченного строительством объекта и направление денежных средств на выплаты облигационерам по погашению номинальной стоимости и накопленного купонного дохода по облигациям.

Инфраструктурные облигации позволяют частному капиталу участвовать во взаимовыгодных проектах с государством, снижая бремя последнего по несению расходов, однако этот инструмент практически не востребован на рынке ценных бумаг многих стран ввиду недостатков правового регулирования.

В настоящее время порядок выпуска и обращения корпоративных облигаций определен в Законе Республики Узбекистан "О рынке ценных бумаг" и Правилами эмиссии ценных бумаг и государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг, зарегистрированными Министерством юстиции 30.08.2009 г. за № 2000. Указанные нормативные акты предусматривают выпуск и размещение облигации исключительно коммерческими банками и открытыми акционерными обществами.

Вопрос выпуска инфраструктурных облигаций становится одним из наиболее актуальных в нашей стране, учитывая осуществляемое по инициативе руководства страны и правительства грандиозное строительство аэропортов, автомобильных дорог и мостов, сельского жилья, а также инженерно-технических коммуникаций.

Свидетельством актуальности вопроса является пункт 16 Программы мер по углублению и расширению масштабов реформ в экономике Узбекистана на период 2011- 2015 годы, который был утвержден постановлением Президента Республики Узбекистан от 07.01.2011г. №ПП-1464, предусматривающий принятие отдельного акта законодательства касательно выпуска инфраструктурных и других целевых облигаций предприятиями реального сектора экономики которые способствовали бы качественному выполнению по установленным задачам поставленным постановлением Президента Республики Узбекистан от 27.12.2011г. № ПП-1668 "Об инвестиционной программе Республики Узбекистан на 2012 год".

**Таблица - 1**  
**Основные параметры капитальных вложений Инвестиционной программы**  
**Республики Узбекистан на 2012 год**

**Источник:** Составлено автором на основе данных Приложения №1 Постановления

Категория вложений	Процент к общему объему
Всего капитальных вложений	100%
I. Централизованные инвестиции (из них: Бюджетные средства – 24,4%, Фонд восстановления республиканского центра – 1,8%, Средства республиканского фонда – 2,0%, Фонд реконструкции и развития (экономика в суммах) – 24,8%, Иностранная инвестиция и средства иностранных предприятий/организаций (в суммах) – 7,0%)	57,0%
II. Децентрализованные инвестиции (из них: Средства предприятий, включая налоги, отчисления в республиканские предприятия – 24,8%, Бюджеты коммунального фонда и другие коммунальные средства – 18,4%, Прочие иностранные инвестиции и средства (экономика в суммах) – 2,8%, Средства населения – 54,0%)	43,0%

ления Президента Республики Узбекистан от 27.12.2011 г. Об инвестиционной программе Республики Узбекистан на 2012 год.

Как видно из таблицы основные параметры капитальных вложений Инвестиционной программы Республики Узбекистан на 2012 год делятся на централизованные и нецентрализованные. С раздела 2 централизованных инвестиций мы можем предлагать в качестве потенциальных эмитентов инфраструктурных облигаций тех юридических лиц, которые финансируются за счет средств внебюджетных фондов, а именно: Республиканский дорожный фонд, Фонд реконструкции, капитального ремонта и оснащения образовательных и медицинских учреждений (таблица - 3), Фонд развития материально-технической базы высших образовательных учреждений и др.

Наибольшую проблему могут создать процессы по привлечению иностранных инвестиций и кредитов под гарантию Правительства (в нашем случае это показатель равен к 1 701 901 (эквивалент в сумах)), это в основном форс-мажорные обстоятельства, которые имеются почти во всех странах мира. Особенно привлечение инвестиций на строительство жилых домов в сельской местности согласно инвестиционной программе оно составляет сумму - 301 564 млн.(эквивалент в сумах).

Если обратить внимание на второй пункт там приведены данные о процентной доли средств населения по отношению общего объема нецентрализованных инвестиций - 18,0% (в сумме это составляет 3 237 604 млн. с), именно эта часть инвестиций которые могут привлекаться с помощью эмиссии инфраструктурных облигаций.



Таблица - 3

**Адресная программа строительства, реконструкции, капитального ремонта и оснащения высших образовательных учреждений на 2012 год**

№	Наименование объекта строительства (реконструкции и оснащения)	Сумма, млн. руб.	Источники финансирования в 2012 году		
			Федеральный бюджет	Бюджет субъекта Федерации	Иные источники
	<b>Итого:</b> Высшие учебные заведения 0,7% образовательный регион 0,001 млрд рублей на 0,001 млрд рублей	1 000,0	1 000,0	0,0	0,0
	<b>Иркутская область</b>				
	Высшее учебное заведение государственного типа 0,07% образовательный регион 0,001 млрд рублей	1 000,0	1 000,0	0,0	0,0
1	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	1 000,0	0,0	0,0
2	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
3	Капитальный ремонт образовательных учреждений	0,0	0,0	0,0	0,0
4	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
5	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
	<b>Итого:</b> Высшие учебные заведения 0,7% образовательный регион 0,001 млрд рублей				
	Высшее учебное заведение государственного типа 0,07% образовательный регион 0,001 млрд рублей	1 000,0	0,0	0,0	0,0
1	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
2	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
3	Капитальный ремонт образовательных учреждений	0,0	0,0	0,0	0,0
4	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
5	Капитальный ремонт образовательных учреждений	0,0	0,0	0,0	0,0
6	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
7	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
8	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
9	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
10	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
11	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
12	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
13	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
14	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
15	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
16	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
17	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
18	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
19	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0
20	Капитальный ремонт образовательных учреждений	1 000,0	0,0	0,0	0,0

**Источник: составлено автором на основе данных приложения №6 Постановления Президента РУз от 27.12.2011 г. N ПП-1668.**

Финансовый фактор также влияет на развитие инфраструктуры образовательных и медицинских учреждений. Для капитального ремонта и оснащения этих учреждений была составлена адресная программа строительства, реконструкции, капитального ремонта и оснащения ВОУ на 2012 год за счет средств внебюджетного Фонда развития материально-технической базы высшей школы. Но среди этих объектов есть те, которые в течении долгих лет повторно включаются в инвестиционные проекты государства, по вине выше указанных нами факторов процесс затягивается (таблица - 3).

В целом, принятие нормативно-правового акта, предусматривающего порядок выпуска, размещения и погашения организациями облигаций, позволит решить многие проблемы финансирования объектов социальной и промышленной инфраструктуры, содействуя ускорению темпов социально-экономического развития страны.



## Источники и литература:

1. Батуева А. Финансирование инфраструктурного проекта: проектные облигации и облигации, обеспеченные поступлениями / А. Батуева // Рынок ценных бумаг. - 2009. № 9-10. - С. 62-66.
2. Скогорева А. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России? [Электронный ресурс] / А. Скогорева. - URL: <http://www.rcb.ru/1p/2009-00/22946/>.
3. Стратегия социально-экономического развития объединенной Иркутской области на период до 2010 и на перспективу до 2020 года [Электронный ресурс]. - URL: <http://www.polit.ru/dossie/2006/05/22/irkstrategy.html>.
4. Гейнц Д. Инфраструктурные облигации. Исследование ИАУ № 4, 2008.
5. Рэй К.И. Рынок облигаций / The Bond Market. Торговля и управление рисками. - М, 2003.
6. Уилсон Р.С., Фабочки Ф.Д. Корпоративные облигации. Структура и анализ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
7. Фабочки Ф.Д. Рынок облигаций. Анализ и стратегии. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
8. Хиггинс Р.С. Финансовый анализ. Инструменты для принятия бизнес-решений. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
9. Bensen, Earl D., Kidweli, David S., Koch, Timothy W., and Rogowski, Robert J. Systematic variation in yield spreads for tax-exempt general obligation bonds // Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1981. -16 (5).
10. Campbell, Tim S. On the extent of segmentation in the municipal securities market // Journal of Money, Credit and Banking, 2 (1), 1980.
11. Paul A. Leonard. Some Factors Determining Municipal Revenue Bonds Interest Cost // Journal for Economics and Business, March 1983.
12. Бондарь Т. Муниципальные облигации: почему Россия - не Америка? // Рынок ценных бумаг. URL: <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=2859>.
13. Официальный сайт Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков.