

# ПРОЕКТНІ ОБЛІГАЦІЇ: СУТНІСТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Ірина  
Петренко,  
асистент кафедри  
банківських  
інвестицій  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет  
імені Вадима  
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

*Зростаючі потреби суб'єктів господарювання в інвестиційних ресурсах зумовили появу нових інструментів їх залучення. Особливі вимоги та запити учасників інвестиційної діяльності вплинули на появу у традиційних методах проектного фінансування нових елементів. В результаті безперервного процесу розвитку фондового ринку та ринку кредитування з'явилися специфічні інструменти залучення грошових коштів. Особливе місце серед них займають проектні облігації (Project Bonds), що вже деякий час успішно застосовуються у практиці фінансування інвестиційних проектів США, ЄС, країн Латинської Америки та Азії.*

Питання здійснення проектного фінансування за рахунок емісії проектних облігацій є практично недослідженим вітчизняними науковцями. У США, де цей фінансовий інструмент набуває популярності, його ґрунтовно вивчали С. Гатті [1], Д. Д. Фіннерті [2], П. Гілліон [3], М. Дайламі та Р. Хаузвальд [4]. Зарубіжний досвід в галузі проектних облігацій вивчали російські фахівці: Н. Майорова [5], А.А. Фирсова [6], А. Батуєва [7]. У своїх працях названі автори визначають сутність проектних облігацій, їх характерні особливості, розкривають потенціал даного виду цінних паперів як інструменту залучення інвестиційних ресурсів, порівнюючи його з іншими методами фінансування. Ознайомлення із цими працями дало змогу визначити актуальність проектних облігацій як об'єкту подальшого дослідження. Для України такий цінний папір є новим, однак він несе у собі ряд перспектив для розвитку практики проектного фінансування, особливо в умовах нестачі інвестиційних ресурсів.

**Метою** написання статті є дослідження сутності та специфіки проектних облігацій як інструменту залучення коштів для фінансування інвестиційних проектів. Необхідно не лише відповісти на питання, що таке «про-

ектні облігації», а й визначити їх позитивні якості і можливості застосування у вітчизняній практиці.

Перш за все, необхідно надати визначення проектних облігацій. Їх можна охарактеризувати наступним чином: «цінні папери, що випускаються для фінансування будівництва будь-якого об'єкта, у цьому випадку прибуток інвестору буде виплачуватись виходячи із доходу, що буде отриманий від експлуатації будівлі» [8]. Таке визначення є неточним і не дає повного уявлення про сутність проектних облігацій. Не можна стверджувати, що проектні облігації застосовуються виключно у галузі будівництва, а доходи за цим цінним папером пов'язані лише із надходженнями від експлуатації споруд. Зміст даного інструменту слід розуміти трохи ширше, як от це робить Н. Майорова: «Проектними облігаціями називаються облігації, що випускаються з метою фінансування конкретного проекту» [5]. Причому автор уточнює, що забезпеченням і джерелом погашення за проектними облігаціями виступає дохід, отриманий від реалізації інвестиційних проектів.

Іноземні автори зосередились на вивченні особливостей емісії та використання проектних облігацій. Наприклад, С. Гатті зазначає лише, що проектні

облігації є альтернативою банківському кредитуванню для проектних компаній [1, с. 211].

На нашу думку, найбільш точно визначення проектних облігацій запропонувала А. Батуєва: «Проектні облігації – це цінні папери, які емітує приватна проектна компанія, якій належить об'єкт інфраструктури (той, що будується чи збудований), і виплати за якими відбуваються за рахунок надходжень від експлуатації об'єкта інфраструктури, і чий емісійні документи містять ковенанти<sup>1</sup>, що дозволяють власникам облігацій (та їх представникам) здійснювати моніторинг обставин, які суттєво впливають грошовий потік інфраструктурного проекту, що фінансується» [7, с. 63]. Автор наголошує на тому, що проектні облігації застосовуються саме для фінансування створення об'єктів інфраструктури, розглядаючи тим самим їх як елемент більш ширшого поняття інфраструктурних облігацій.<sup>2</sup>

Отже, під проектними облігаціями ми розуміємо особливий вид боргових цінних паперів, які випускає проектна компанія з метою запозичення коштів для фінансування інфраструктурного інвестиційного проекту, надходження від експлуатації якого в подальшому використовуються для погашення основного боргу та виплати доходу за такими облігаціями.

Розуміючи сутність проектних облігацій та ознайомившись із практикою їх використання закордоном, ми можемо визначити їх ключові ознаки:

1. Цільовий характер емісії проектних облігацій. Такі цінні папери випускаються не для покриття поточних витрат, а виключно для фінансування інвестиційних проектів у галузі інфраструктури, як от проектів з енергопостачання та енергозбереження, будівництва мостів, автомагістралей, аеропортів, телекомунікацій, авіаліній, трубопроводів, водопостачання та водовідведення, будівництва підприємств з пе-

реробки сміття тощо. Як правило, такі проекти мають довгостроковий характер і представляють інтерес не для окремого підприємства, а для цілої галузі чи територіальної одиниці. Слід також відмітити, що переважна більшість інвестиційних проектів, що фінансуються за рахунок емісії проектних облігацій, мають великі масштаби і нерідко потребують додаткових ресурсів у вигляді банківського кредиту чи державної підтримки. Прикладами таких історичних проектів, що були реалізовані з допомогою проектних облігацій, можна назвати будівництво газопроводу в Катарі (проектні облігації в сумі 800 млн. дол. США випущені у 1996 р. строком на 18 років), будівництво мережі автошляхів у Південній Африці (проектні облігації в сумі 396,82 млн. дол. США випущені у 1998 р. строком на 30 років), спорудження об'єктів водопостачання у Китаї (проектні облігації в сумі 200 млн. дол. США випущені у 2000 р. строком на 7 років), будівництво сучасної залізниці у Гонконгу (проектні облігації в сумі 1000 млн. дол. США випущені у 2000 р. строком на 10 років) та інші [4, с. 30-34]. Серед нещодавно розпочатих інвестиційних проектів, для яких передбачена емісія проектних облігацій, можемо назвати будівництво сонячних електростанцій у Каліфорнії, США. Емісію цінних паперів у грудні 2010 р. здійснила корпорація SunPower на суму 195,2 млн. євро. Даний випуск складається з проектних облігацій двох серій: А1 з доходом у 5,715% річних та А2 з доходом у 4,839% річних, погашення яких заплановано на 2028 р.<sup>3</sup>

2. Джерелом погашення проектних облігацій є доходи від інвестиційного проекту, для фінансування якого були випущені цінні папери. Це є неодмінною характеристикою проектних облігацій. На відміну від останніх, традиційні облігації можуть мати побічні джерела коштів для здійснення вип-

<sup>1</sup> Ковенант - це договірне зобов'язання зробити певні дії або втриматися від певних дій (наприклад, ковенант, що зобов'язує сторону періодично надавати довірчому керуючому інформацію про фінансові показники активів) / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://moaipoteka.org.ua/archives/647>

<sup>2</sup> Інфраструктурна облігація – облігація, що випускається приватними корпораціями чи державними компаніями для фінансування будівництва інфраструктурного об'єкта (автошляху, порту, залізної дороги, аеровокзалу тощо). / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ru.wikipedia.org/wiki/Инфраструктурная\\_облигация](http://ru.wikipedia.org/wiki/Инфраструктурная_облигация)

<sup>3</sup> Джерело: SunPower Closes the Industry's First Solar Project Bonds / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://us.sunpowercorp.com/about/newsroom/press-releases/?relID=537057>

лат за ними. Так, у практиці фінансування муніципальних проектів США розрізняють облигації із загальною гарантією (General Obligation Bonds), які забезпечені загальним доходним потенціалом емітента (як правило, податковими надходженнями), та облигації під доходи (Revenue Bonds), які переважно забезпечені надходженнями від проекту, однак не виключають застосування інших джерел погашення.

3. Емітентом проектних облигацій виступає проектна компанія. У англійській науковій літературі проектні компанії відомі як SPV (Special Purpose Vehicle) або SPE (Special Purpose Entity). Це суб'єкти інвестиційної діяльності, що спеціально створені для реалізації конкретного інвестиційного проекту. Як правило, вони виступають у ролі позичальника, набуваючи певні права власності і обов'язки. Засновником проектною компанією виступає суб'єкт (бенефіціар), що ініціював проект і зацікавлений у його подальшій експлуатації. Сама ж проектна компанія набуває права вимоги за договорами експлуатації інфраструктурного об'єкта, які в подальшому виступають як одне із забезпечень у запозиченні коштів через емісію проектних облигацій.

Однією із функцій проектною компанією є контроль за ходом робіт з будівництва об'єкту компанією-підрядником, а також подальше управління експлуатацією цього об'єкту. Також проектна компанія призначає операторів інфраструктурного об'єкта, що забезпечують отримання платежів від кінцевих споживачів за користування об'єктом. В подальшому ці кошти спрямовуються для розрахунків із власниками проектних облигацій.

В свою чергу, власники проектних облигацій мають можливість контролювати діяльність проектною компанією через свого представника. Останній наділений правом отримувати від проектною компанією чи операторів будь-яку інформацію про реалізацію інвестиційного проекту. Крім того, представник власників проектних облигацій може бути обраний членом ради директорів проектною компанією, аби контролювати обрання керівного виконавчого органу компанією.

4. Суб'єктами, що придбавають проектні облигації, є, як правило інсти-

туційні інвестори, що спеціалізуються на довгостроковому розміщенні своїх активів на фінансовому ринку. Мова йде, перш за все, про пенсійні фонди та страхові компанії. При цьому вони мають бути досить крупними, оскільки невеликі інвестори не в змозі виділити достатньо ресурсів, аби проаналізувати інвестиційний проект та пов'язані з ним ризики. Така вимога до інвесторів у проектні облигації також визначена великим розміром самих інфраструктурних об'єктів та їхньою потребою у масштабному фінансуванні. Крім пенсійних фондів та страхових компаній інвесторами на ринку проектних облигацій можуть виступати інвестиційні фонди, які спеціалізуються на фінансуванні інфраструктурних проектів певних галузей чи регіонів, а також інвестиційні банки, комерційні банки, компанії зі страхування від нещасних випадків тощо.

5. Проектні облигації є більш ризикованими порівняно зі звичайними облигаціями. Це зумовлено тим, що забезпеченням для проектних облигацій виступає виключно дохід, що передбачений від реалізації інвестиційного проекту. В той же час, наприклад, за звичайними муніципальними облигаціями погашення боргу може відбуватись за рахунок різних джерел. Залежність від успішності реалізації проекту спричиняє появу додаткових ризиків для проектних облигацій, що на пряму залежать від ризиків самого проекту. Зважаючи на це, ризики за проектними облигаціями можна класифікувати за двома ознаками:

— За часом виникнення ризиків:

а) ризики, що виникають на стадії будівництва, наприклад, ризик перевищення запланованих витрат, ризик невідповідності проекту техніко-економічними параметрами, ризик додаткової потреби у фінансуванні тощо;

б) ризики, що виникають на стадії експлуатації, як от ризик зростання витрат на експлуатацію та обслуговування об'єкта, ризик зміни тарифів, ризик падіння попиту на товари та послуги і т.д.

— За причиною виникнення: ризик країни, кредитний, валютний, політичний, контрактний, технологічний, ринковий, експлуатаційний, фінансовий, ризик будівництва та форс-мажор.

Зрозуміло, що необхідність врахування усіх цих ризиків впливає на підвищення процентної ставки, що пропонується за проектними облигаціями.

6. Емісія проектних облигацій може відбуватись за підтримки держави. Справа в тому, що проектна компанія може створюватись для реалізації як приватних проектів, так і в рамках державно-приватного партнерства. Держава зацікавлена у спільній участі у тих проектах, що передбачається довготривале будівництво та значні капіталовкладення, за умови що об'єкт будівництва має велике соціальне значення або є абсолютно новим. Найчастіше державна підтримка проектних облигацій здійснюється шляхом надання прямих або опосередкованих гарантій у формі:

а) податкових пільг;

б) надання державної гарантії за зобов'язаннями страхової компанії, що виступає страховиком ризиків емітента проектних облигацій перед їхніми власниками;

в) надання державної гарантії в рамках концесійної угоди, наприклад, гарантування певного обсягу надходжень від експлуатації об'єкта;

г) надання державної гарантії за проектними облигаціями.

Зрозуміло, що така підтримка держави позитивно впливає на кредитний рейтинг проектних облигацій і є додатковим аргументом на користь вкладання коштів у ці цінні папери.

Отже, проектні облигації є специфічним борговим інструментом, що має цільовий характер і призначений для залучення коштів з метою фінансування інфраструктурних проектів. Аналіз досліджень провідних фахівців з проектного фінансування показав, що популярність даного виду цінного паперу щороку зростає. Зародившись у 1990-х роках, ринок проектних облигацій продемонстрував тенденції до зростання. Так, якщо у 1992 р. обсяг річної емісії проектних облигацій лише трохи перевищував 2 млрд. дол. США, то у 2005 р. ця цифра склала вже 26,701 млрд. дол. США [1, с. 212].

Доказом того, що проектні облигації вважаються ефективним інструментом

залучення інвестиційних ресурсів є той факт, що на початку 2011 р. Єврокомісія спільно з Європейським інвестиційним банком (ЄІВ) заявили про намір розробити та розмістити проектні облигації, які будуть використовуватись для залучення коштів на реалізацію інфраструктурних проектів Євросоюзу. Таке рішення зумовлене необхідністю скоротити витрати бюджету країн-членів ЄС, а також прискорити темпи росту ВВП за допомогою ефективного використання об'єктів інфраструктури. Слід очікувати, що Єврокомісія та ЄІВ візьмуть на себе функції гарантів з виконання зобов'язань за такими облигаціями, що будуть випускатись приватними проектними компаніями під конкретні проекти. З цього приводу уже були розпочаті публічні консультації в рамках проекту Europe 2020 Project Bond Initiative.

В Україні мало відомо про проектні облигації та їхні можливості. В той же час суб'єкти господарювання практикують емісію боргових цінних паперів для фінансування своїх інвестиційних потреб. Якщо у сусідній Російській Федерації уже були зроблені конкретні заходи із запровадження практики використання проектних облигацій<sup>4</sup>, то в Україні процес фінансування інфраструктурних проектів за рахунок емісії таких цінних паперів жодним чином не врегульований. Це твердження означає, що певні ознаки застосування схеми фінансування проектів через проектні облигації є, однак вони не визнані такими і не передбачені на законодавчому рівні. Прикладом може бути угода між Кабінетом Міністрів України та державним підприємством Фінансування інфраструктурних проектів про емісію облигацій під державні гарантії на суму до 4,5 млрд. грн. для фінансування підготовки Євро-2012 [8]. Однак при цьому лишається невідомим джерело погашення облигацій і невирішеною проблема цільового використання коштів.

Необхідність у розширенні арсеналу інструментів залучення грошових ресурсів для фінансування інвестицій-

<sup>4</sup> Федеральною службою з фінансових ринків був розроблений та представлений 17 вересня 2009 р. проект Федерального закону «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций». 6 травня 2010 р. було здійснено емісію перших інфраструктурних облигацій ВАТ «Главная дорога» на загальну суму 300 млн. руб. зі строком погашення 1 рік. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://ru.wikipedia.org/wiki/Инфраструктурная\\_облигация](http://ru.wikipedia.org/wiki/Инфраструктурная_облигация)

них проектів та гостра потреба у розвитку вітчизняної інфраструктури робить актуальним для України питання можливості використання проектних облігацій. За цих умов ми бачимо необхідність у наступних заходах:

- визначення на законодавчому рівні поняття та ознак проектних облігацій, їх емітентів і покладених на них функцій в процесі реалізації інфраструктурних проектів в рамках приватно-державного партнерства;
- встановлення форм контролю за цільовим використанням запозичених коштів;
- визначення можливості та умов дострокового погашення проектних облігацій;
- розроблення програми заходів для захисту інтересів приватних інвесторів та кредиторів, а також прав усіх учасників угоди за такими облігаціями;
- узгодження законодавства про проектні облігації з нормами концесійного права України, на основі яких відбуватиметься реалізація інвестиційних проектів;
- регулювання процедур та умов надання державних гарантій та інших форм забезпечення за проектною облігаційною позикою;
- нормативно-правові акти, що регулюють емісію та використання проектних облігацій мають бути узгоджені із законодавством, що регулює діяльність фондового ринку в Україні;
- внесення відповідних змін до державного та/або муніципального бюджетів;
- залучення провідних вітчизняних кредитних рейтингових агенцій для супроводження емісії та обігу проектних облігацій з присвоєнням їм кредитного рейтингу;
- інформування учасників фінансового ринку про переваги проектних облігацій для їх популяризації серед потенційних інвесторів.

Слід очікувати, що вивчення іноземного досвіду з використання проектних облігацій дозволить використати його у вітчизняній практиці проектного фінансування. Розвиток інфраструктури сьогодні є неодмінною передумовою для зростання економіки країни, а тому фінансування таких проектів є стратегічною метою економічної політики держави. В подальшому ми бачимо необхідність у вивченні практичного досвіду Росії, що вже зробила певні кро-

ки назустріч використанню проектних облігацій, а також у розробленні рекомендованих змін до законодавства, що регулює процес фінансового забезпечення реалізації інвестиційних проектів в Україні.

#### ЛІТЕРАТУРА:

1. *Stefano Gatti*. Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects. Publisher: Academic Press, 2007, 414 pages.

2. *John D. Finnerty*. Project Financing: Asset-Based Financial Engineering. Publisher: John Wiley and Sons, 2011, 496 pages.

3. *Pierre Hillion*. Project Finance / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.slidefinder.net/1/lectureonprojectfinance/17529198>

4. *Mansoor Dailami, Robert Hauswald*. The Emerging Project Bond Market: Covenant Provisions and Credit Spreads. World Bank Publications, 2003, 35 pages.

5. *Майорова Н.* Проектные облигации в государственном и муниципальном секторе: опыт зарубежных стран и перспективы в России / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=617>

6. *Фурсова А. А.* Механизмы инвестирования проектов государственно-частного партнерства в инновационной сфере / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://innclub.info/index.php/2011/05/03/механизмы-инвестирования-проектов-г/>

7. *Батуева А.* Финансирование инфраструктурного проекта: проектные облигации, обеспеченные поступлениями // Рынок ценных бумаг. - 2009. - № 9-10. - С. 62-66.

8. Финансирование облигациями // Инвестпрофит. – 31.07.2011 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.invest-profit.ru/akcii-i-obligacii/obligacii/1348-finansirovanie-obligaciyami.html>

9. Україна випустить облігації на 4,5 млрд грн, щоб профінансувати інфраструктурні проекти // Новинар. – 15.10.2010 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://novynar.com.ua/business/137594>