

# УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЕКТІВ ШЛЯХОМ ВИПУСКУ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ОБЛІГАЦІЙ

© 2014 СОЛОДОВНИК О. О., ДОКУНІНА К. І.

УДК 336.763.3

## Солодовник О. О., Докуніна К. І. Удосконалення механізму фінансування інфраструктурних проектів шляхом випуску інфраструктурних облигацій

Метою статті є аналіз стану фінансування інфраструктурних проектів в Україні та за кордоном і узагальнення світової практики щодо використання інструментів фондового ринку для фінансування таких проектів, що дасть змогу обґрунтувати основні напрями та можливості вдосконалення механізму фінансування інфраструктурних проектів в Україні шляхом випуску інфраструктурних облигацій. У статті проаналізовано сучасний стан реалізації інфраструктурних програм в Україні. Доведено необхідність залучення приватних інвестицій у реалізацію цих програм шляхом випуску цінних паперів. Обґрунтовано доцільність і можливість адаптації міжнародної практики використання інфраструктурних облигацій у вітчизняній практиці. Визначено, що перспективним напрямком дослідження є розробка порядку взаємодії учасників процесу випуску інфраструктурних облигацій.

**Ключові слова:** енергозбереження, інфраструктурні облигації, інфраструктурні облигації, механізм фінансування.

**Рис.: 1. Табл.: 2. Бібл.: 19.**

**Солодовник Олександра Олександрівна** – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів та кредиту, Харківський національний університет будівництва та архітектури (вул. Сумська, 40, Харків, 61002, Україна)

**E-mail:** solodovnico@rambler.ru

**Докуніна Катерина Ігорівна** – аспірантка, кафедра фінансів та кредиту, Харківський національний університет будівництва та архітектури (вул. Сумська, 40, Харків, 61002, Україна)

**E-mail:** ekaterina\_dokunina@mail.ru

УДК 336.763.3

UDC 336.763.3

## Солодовник О. А., Докуніна Е. И. Совершенствование механизма финансирования инфраструктурных проектов путем выпуска инфраструктурных облигаций

## Solodovnic O. O., Dokunina K. I. Improving the Mechanism for Financing of Infrastructure Projects through the Issuance of Infrastructure Bonds

Целью статьи является анализ состояния финансирования инфраструктурных проектов в Украине и за рубежом и обобщение мировой практики по использованию инструментов фондового рынка для финансирования таких проектов, что позволит обосновать основные направления и возможности совершенствования механизма финансирования инфраструктурных проектов в Украине путем выпуска инфраструктурных облигаций. В статье проанализировано современное состояние реализации инфраструктурных программ в Украине. Доказана необходимость привлечения частных инвестиций в реализацию этих программ путем выпуска ценных бумаг. Обоснована целесообразность и возможность адаптации международной практики использования инфраструктурных облигаций в отечественной практике. Определено, что перспективным направлением исследования является разработка порядка взаимодействия участников процесса выпуска инфраструктурных облигаций.

The aim of the article is to analyze the state of financing of infrastructure projects in the country and abroad and summarize the international practices on the use of capital market instruments to finance such projects, which will prove the basic directions and opportunities to improve the mechanism for financing infrastructure projects in the country through the issuance of infrastructure bonds. The article analyzes the current state of implementation of infrastructure programs in Ukraine. The necessity of attracting private investment in the implementation of these programs through the issuance of securities was proved. Expediency and the possibility of adapting international practices in the use of infrastructure bonds in domestic practice were reasoned. It was determined that the promising direction of research is to develop a procedure for cooperation of participants of infrastructure bonds issue.

**Key words:** energy conservation, infrastructure bonds, infrastructure bonds, the financial mechanism.

**Pic.: 1. Tabl.: 2. Bibl.: 19.**

**Ключевые слова:** энергосбережение, инфраструктурные облигации, инфраструктурные облигации, механизм финансирования.

**Рис.: 1. Табл.: 2. Библ.: 19.**

**Солодовник Олеся Александровна** – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов и кредита, Харьковский национальный университет строительства и архитектуры (ул. Сумская, 40, Харьков, 61002, Украина)

**E-mail:** solodovnico@rambler.ru

**Докуніна Катерина Ігорівна** – аспірантка, кафедра фінансів та кредиту, Харьковский национальный университет строительства и архитектуры (ул. Сумская, 40, Харьков, 61002, Украина)

**E-mail:** ekaterina\_dokunina@mail.ru

**Solodovnic Olesia O.** – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Associate Professor, Department of Finance and Credit, Kharkiv National University of Construction Engineering and Architecture (vul. Sumska, 40, Kharkiv, 61002, Ukraine)

**E-mail:** solodovnico@rambler.ru

**Dokunina Kateryna I.** – Postgraduate Student, Department of Finance and Credit, Kharkiv National University of Construction Engineering and Architecture (vul. Sumska, 40, Kharkiv, 61002, Ukraine)

**E-mail:** ekaterina\_dokunina@mail.ru

У міжнародній практиці реалізації державних проектів і програм широко використовують такий інструмент фінансування, як випуск цінних паперів. Це дозволяє вирішити не тільки проблему браку бюджетних коштів через диверсифікацію джерел фінансування, а й сприяє розвитку фондового ринку та поліпшенню інвестиційного клімату в країні. Незважаючи на існуючу в Україні

потребу у диверсифікації джерел фінансування державних програм, на жаль, застосування з цією метою цінних паперів поки ще не набуло поширення. У зв'язку з цим виникає потреба у з'ясуванні доцільності та можливості імплементації зарубіжного досвіду використання інструментів фондового ринку для фінансування проектів, передбачених державними та регіональними програмами розвитку.

Проблематиці фінансування інфраструктурних проєктів шляхом випуску цінних паперів, зокрема інфраструктурних облігацій, присвячені праці таких вітчизняних та зарубіжних вчених, як: Благов А. В. [13], Вальчишен О. [14], Лялін С. В. [15], Макаревич К. А. [16] та ін. Проте, незважаючи на значний доробок вищезгаданих вчених, концептуальний підхід, пов'язаний із удосконаленням механізму фінансування інфраструктурних проєктів шляхом випуску інфраструктурних облігацій, залишається дискусійним.

Метою статті є аналіз стану фінансування інфраструктурних проєктів в Україні та за кордоном й узагальнення світової практики щодо використання інструментів фондового ринку для фінансування таких проєктів, що дасть змогу обґрунтувати основні напрями та можливості вдосконалення механізму фінансування інфраструктурних проєктів в Україні шляхом випуску інфраструктурних облігацій.

Ключовим питанням реалізації державних та регіональних інфраструктурних проєктів є належне фінансування цих проєктів. Відповідно до проекту Закону України «Про особливий період у паливно-енергетичному комплексі» [1] прийняття основних положень, пов'язаних зі сферою енергозбереження, актуалізують питання визначення передумов формування кризової ситуації в цій сфері, зокрема проблемних аспектів, що стосуються реалізації численних державних та регіональних програм енергозбереження. Економічна динаміка свідчить, що виконання діючих програм розвитку в Україні характеризується уповільненим темпом їх реалізації через низку причин, але серед них вагоме місце посідає брак коштів.

У цілому механізм фінансування енергозберігаючих програм має звичайну структуру. Основними елементами є: сукупність джерел фінансування; форми фінансування методи та інструменти акумуляції грошових надходжень та їхнього вкладення в інвестиційні проєкти і цільові програми; механізми контролю за інвестиціями у інноваційні проєкти, включаючи систему зворотності, оцінку ефективності їх використання тощо [2].

На рис. 1 наведено структуру джерел фінансування програм енергоефективності та енергозбереження за період 2006 – 2013 рр., яка ілюструє зміну фінансування заходів з енергозбереження із основних джерел коштами інших джерел фінансування.

Крім того, за даними моніторингу виконання показників енергоефективності за 2011-2013 рр. [3] спостерігається невідповідність планових та фактичних показників, а саме: за вказаний період профінансовано менше ніж 50 % від запланованих програмою заходів енергозбереження.

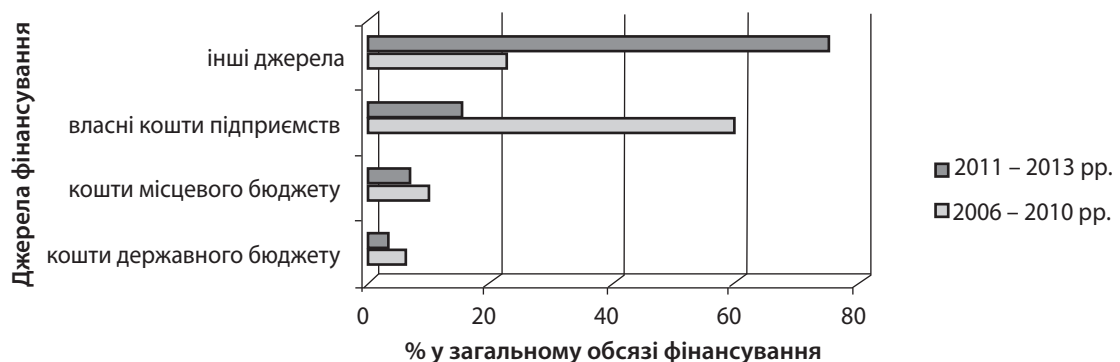


Рис. 1. Фінансування програм енергозбереження за період 2006 – 2013 рр.

Джерело: складено за даними [3, 4].

Основною причиною виникнення такої ситуації є світова фінансово-економічна криза, яка мала негативний вплив на розвиток всієї національної економіки, не виключенням стала й інфраструктурна сфера. Водночас, існуючий механізм фінансування регіональних програм є недосконалим здебільшого через відсутність у вітчизняній практиці використання сучасних інструментів фінансування. Такий підхід не дозволяє досягти поставлених цілей функціонування інфраструктурних проєктів. Тому вдосконалення механізму фінансування таких проєктів, зокрема, через диверсифікацію джерел фінансування інфраструктурних проєктів підтверджує важливість подальшого вивчення цього питання.

Багато вітчизняних і зарубіжних науковців вважають, що реальним механізмом фінансування інфраструктурних проєктів є залучення коштів приватного сектора у формі державно-приватного партнерства (ДПП). В Україні такий механізм знаходиться на початковій стадії розвитку.

Досвід європейських країн свідчить про використання ДПП як інструменту їх економічного і соціального розвитку на основі ефективної взаємодії державного і приватного секторів [5]. Вивчаючи закордонну практику країн, які успішно використовують механізм залучення приватних інвестицій, можна співставити частку державних та приватних інвестицій у фінансуванні інфраструктурних проєктів країн Європейського Союзу протягом 2006 – 2013 рр. (табл. 1). Слід відмітити, що значний обсяг інвестицій приватного сектора країн ЄС вкладається в проєкти, пов'язані з наданням комунальних послуг.

Таблиця 1

**Співвідношення державних та приватних інвестицій в інфраструктурні проєкти країн ЄС протягом 2006 – 2013 рр.**

Сектор	Державні інвестицій, %	Приватні інвестицій, %
Освіта	85	15
Охорона здоров'я	35	65
Транспорт	30	70
Комунальні послуги	20	80

Джерело: складено за даними [6, 7].

Як свідчить табл. 1, заходи інфраструктурних проєктів країн ЄС здебільшого були профінансовані за рахунок приватних інвестицій. Така ситуація ще раз підтверджує доцільність залучення коштів приватного сектора на засадах ДПП, необхідних для реалізації інфраструктурних проєктів в Україні.

Конкретні механізми партнерства, вироблені багаточисним світовим досвідом, створюють основу для взаємовигідного та відповідального розподілу обов'язків сторін. Ефективне партнерство реальне тільки за умови повної ясності та передбачуваності стратегії подальшого розвитку країни. Без цього, без впевненості у стабільності від бізнесу не можна очікувати нічого, крім формальної участі у великомасштабних проєктах держави [8].

За даними Світового банку щодо проєктів ДПП у сфері інфраструктури [9], в Україні протягом 1992 – 2011 рр. було реалізовано 25 проєктів, в які інвестовано 12 млн дол. США, з них близько 11,5 млн дол. США – у проєкти сфери телекомунікацій, 202 млн дол. – у проєкти водопостачання та каналізації, 225 млн дол. – у проєкти сфери енергетики [8]. Важливим є факт той, що, незважаючи на значну кількість проєктів, завершених проєктів ДПП в Україні немає.

**С**вітова практика реалізації інфраструктурних проєктів свідчить про можливість залучення коштів приватного сектора на засадах державно-приватного партнерства шляхом випуску відповідних цінних паперів, а саме: інфраструктурних облігацій. Можливість випуску інфраструктурних облігацій законодавчо урегульовані в різних країнах, наприклад країнах ЄС, Англії, США, Японії, Німеччині та ін. [10 – 12].

Аналіз міжнародної практики функціонування облігацій дозволяє визначити деякі особливості, притаманні інфраструктурним облігаціям, і виділити ряд ознак, які відрізняють їх від інших видів облігацій, зокрема, корпоративних і муніципальних [11 – 17].

У *табл. 2* наведено порівняльну характеристику окремих критеріїв випуску облігацій яка дозволяє виділити такі відмінності інфраструктурних облігацій від інших видів облігацій:

1) кошти, які залишаються у приватного партнера, спрямовуються на реалізацію конкретних заходів, визначених у інфраструктурному проєкті;

2) незважаючи на низький рівень доходності інфраструктурних облігацій, дохід виплачується з коштів, отриманих від експлуатації інфраструктурного проєкту.

Разом з тим, питання впровадження конкретних механізмів фінансування інфраструктурних проєктів в Україні не знайшли достатньої уваги ні в наукових доробках, ні в практиці функціонування фондового ринку через відсутність, з одного боку, визначення особливого статусу інфраструктурних облігацій у вітчизняному законодавстві, з іншого – практичного інтересу до їх використання з боку приватних партнерів через недовіру інвестування своїх

коштів в боргові зобов'язання. Отже, враховуючи вищезазначені особливості випуску інфраструктурних облігацій та розглянутий міжнародний досвід, можна визначити, що принциповою відмінністю міжнародного досвіду від «майбутньої» вітчизняної практики є затверджена законодавча база та методичне забезпечення і впевненість зарубіжних інвесторів у поверненні вкладених коштів.

**П**ерспективним напрямком розвитку випуску інфраструктурних облігацій в Україні є внесення певних змін у законодавчу базу. Основним заходом має бути прийняття проєкту Закону України № 2072 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів», який був затверджений у першому читанні 23.01.2013 р. [18]. У проєкті запропоновано визначити захист прав власників корпоративних облігацій; поняття і види корпоративних облігацій; регулювання дій емітента і власників облігацій. Крім того, повинні бути чітко визначені та прописані відмінності інфраструктурних облігацій від інших видів цінних паперів. Також повинні бути сформульовані вимоги до випуску, обігу та погашення таких цінних паперів з урахуванням надання необхідних документів. Зокрема, отримання платежів від інфраструктурного об'єкта, яке може здійснюватися безпосередньо приватним чи державним партнером. Питання, пов'язані з наданням гарантій емітентам, виявлення можливих ризиків, встановлення контролю над випуском і реалізацією інфраструктурних облігацій, формування передумов мотивації – усі ці та інші питання повинні бути визначені законодавчо. Водночас, в п. 82, пп. 3 законопроекту зазначено, що порядок та вимоги щодо емісії, обігу, погашення та реалізації прав за інфраструктурними облігаціями встановлюються Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР).

Процес випуску інфраструктурних облігацій в рамках ДПП можна представити у вигляді комплексу заходів, які повинні здійснюватись поетапно.

На *першому етапі* необхідно визначити коло потенційних приватних партнерів, які можуть реалізувати інфраструктурний проєкт та готові інвестувати свої кошти в інфраструктурний об'єкт; провести конкурс з визначення приватного партнера для співробітництва в рамках ДПП; укласти договір між державним та приватним партнерами про співпрацю.

На *другому етапі* приватний партнер приймає рішення про випуск інфраструктурних облігацій, яке повинно відповідати нормам п. 2 пп. 3 Положення [19] і здійснити емісію забезпечених облігацій. Крім того, необхідно під-

Таблиця 2

Порівняльна характеристика окремих критеріїв випуску облігацій

№	Критерій порівняння	Інфраструктурні облігації	Корпоративні облігації	Муніципальні облігації
1	Емітент	Підприємство (у рамках ДПП)	Суб'єкти господарювання (промислові підприємства, фінансові компанії, банки тощо)	Місцеві органи 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 діяльність	Фінансування місцевих проєктів
4	Доходність	Низька	Достатньо висока	Середня



готувати проспект емісії, в якому визначені умови і строки розміщення, гарантії та порядок погашення. На цьому етапі визначається доцільність залучення андеррайтера та, в разі потреби, укладається договір з ним.

На *третьому етапі* приватний партнер готує всі необхідні документи та подає їх до НКЦПФР для здійснення реєстрації інфраструктурних облігацій; розкриває інформацію про випуск і розміщення облігацій та презентує її потенційним інвесторам. Далі відбувається розміщення інвестором інфраструктурних облігацій на термін, не менше терміну договору про ДПП і здійснення процедури укладання договору між приватним партнером і першим власником інфраструктурних облігацій (інвестором) про первинне розміщення.

На *заключному етапі* приватний партнер реалізує проект, отримує кошти від експлуатації об'єкта інфраструктури та спрямовує їх на погашення номінальної вартості інфраструктурних облігацій і накопиченого доходу по облігаціям інвестору. Після цього формується звіт про погашення інфраструктурних облігацій.

Випуск інфраструктурних облігацій є сучасним інструментом фінансування інфраструктурних проектів і програм, який дозволяє зменшити навантаження на основні джерела фінансування. Водночас необхідно враховувати, що на сьогодні така практика фінансування інфраструктурних проектів неможлива через відсутність затвердженої законодавчої бази.

## ВИСНОВКИ

Підсумовуючи, можемо зробити такі висновки. Проблема браку бюджетних коштів та відсутність дієвих механізмів фінансування негативно позначаються на реалізації інфраструктурних проектів в Україні, зокрема, передбачених регіональними програмами енергозбереження.

Важливим напрямком підвищення результативності реалізації інфраструктурних проектів є вдосконалення механізму фінансування таких проектів. Міжнародна практика їх реалізації свідчить, що існуючі в розвинених країнах фінансові ринки дають можливість застосовувати дієвий механізм співпраці державних і приватних партнерів на садах ДПП шляхом випуску інфраструктурних облігацій.

Для покращення існуючої в Україні ситуації та поширення практики застосування інфраструктурних облігацій необхідно прийняти зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» стосовно впровадження інфраструктурних облігацій і чітко визначити порядок взаємодії учасників процесу випуску, розміщення та погашення інфраструктурних облігацій.

Перспективним напрямком дослідження є розроблений автором порядок взаємодії учасників процесу випуску інфраструктурних облігацій у фінансуванні інфраструктурних проектів.

Реалізація зазначених заходів сприятиме досягненню цілей інфраструктурних проектів і програм розвитку шляхом удосконалення механізму фінансування, підвищенню їх результативності, а отже, повнішому задоволенню потреб населення у реалізації соціально-значущих проектів. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. Проект Закону України «Про особливий період у паливно-енергетичному комплексі» від 25.06.2014 р. № 4117а-2. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/find:особливий+період/JG36D7JA.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/find:особливий+період/JG36D7JA.html)

2. Щербак В. М. Інноваційна стратегія України зі світовою економічною системою / В. М. Щербак // Наука та наукознавство – 1999. – № 4. – С. 26 – 28.

3. Моніторинг показників енергоефективності за 2011 – 2013 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://sae.gov.ua/uk/activity/plany-ta-zvity>

4. Переосмислюючи стратегію розвитку: Національна доповідь з питань реалізації державної політики у сфері енергоефективності за 2010-11 роки/ М. Пашкевич, В. Григоровський, В. Гавриленко, О. Запорожець, Я. Мовчан [та ін.]. – К. : Держенергоефективності ; НАУLAT & K, 2012. – 280 с.

5. Гриценко Л. Л. Концептуальні засади державно-приватного партнерства / Л. Л. Гриценко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/29737/1/Hrytsenko.pdf>

6. Евростат: Статистична служба ЄС // Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

7. Овсянникова Я. О. Джерела фінансування проектів публічно-приватного партнерства / Я. О. Овсянникова // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції. – 2012. – № 1. – С. 36 – 40.

8. Музиченко А. С. Державно-приватне партнерство як інститут взаємодії влади та бізнесу / А. С. Музиченко, А. Л. Бержанір [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dSPACE.udpu.org.ua/>

9. Ukraine – Private Infrastructure Projects – The World Bank & PPIAF [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ppi.worldbank.org/explore/ppi>

10. Accessing Local Markets for Infrastructure: Lessons for Africa [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://afdb.org>

11. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России? [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.rcb.ru/lp/2009-00/22946/>

12. Инфраструктурные облигации для реализации инвестиционных проектов [Электронный ресурс] – Режим доступа : [mos-ur.ru/news.php?newsid=86](http://mos-ur.ru/news.php?newsid=86)

13. Благоев А. В. Использование зарубежного опыта финансирования строительства и модернизации объектов инфраструктуры. Возможности развития рынка инфраструктурных облигаций в России / А. В. Благоев, О. В. Манаев, А. В. Сураева-Королева, Д. Н. Шамрова [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [marhdi.mrsu.ru/2009-2/pdf/3Blagov.pdf](http://marhdi.mrsu.ru/2009-2/pdf/3Blagov.pdf)

14. Вальчишен О. Ринок корпоративних облігацій в Україні / О. Вальчишен [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [pension.kiev.ua/files/CorporateBonds.pdf](http://pension.kiev.ua/files/CorporateBonds.pdf)

15. Лялин С. В. Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы / С. В. Лялин. – М. : ООО «ДЭКС-ПРЕСС», 2002. – 336 с.

16. Макаревич К. А. Инфраструктурные облигации: иностранный опыт и нормативно-правовое регулирование в России / К. А. Макаревич // Вопросы экономики и права. – 2011. – № 2. – С. 207 – 214.

17. Миркин Я. М. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов, И. В. Добашина, З. А. Ворбьева. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 533 с.

18. Проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів» № 2072 від 23.01.2013 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/JG1LK00A.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JG1LK00A.html)

19. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу, затвердженого рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 27.12. 2013 № 2998 [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/RE24948.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE24948.html)

## REFERENCES

Accessing Local Markets for Infrastructure: Lessons for Africa : afdb.org

Blagov, A. V., Manaev, O. V., and Suraeva-Koroleva, A. V. "Isposolovanie zarubezhnogo opyta finansirovaniia stroitelstva i modernizatsii obektov infrastruktury. Vozmozhnosti razvitiia rynka infrastrukturykh obligatsiy v Rossii" [Use of foreign experience of financing the construction and modernization of infrastructure. Opportunities for the development of the market infrastructure bonds in Russia]. marhdi.mrsu.ru