

**Дж.П.ДОХ, Р.РАМАМУРТИ  
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ  
В ИНФРАСТРУКТУРЕ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**

**J.P.DOH, R.RAMAMURTI  
Reassessing risk in developing country infrastructure //  
Long range planning. — Oxford etc., 2003. — Vol. 36, N 4. —  
P. 337–353.**

Авторы отмечают, что быстрый рост частных инвестиций в инфраструктуру развивающихся стран (РС), наблюдаемый в последнее десятилетие, по-прежнему сопровождается рисками, способными стать препятствием для реализации инвестиционных проектов. По их мнению, важным элементом, определяющим успех или неудачу инфраструктурных инвестиций, является многосторонняя и часто противоречивая роль правительства.

Рост объема инвестиций в инфраструктуру РС и усиление роли частного сектора объясняются рядом факторов, прежде всего процессами приватизации и либерализации рынков. Правительства рассматривают развитие инфраструктуры в качестве эффективного катализатора общего экономического роста. РС инвестируют в строительство объектов инфраструктуры в среднем около 4% национального дохода, или примерно 250 млрд. долл. в год (с. 338). При этом в условиях капиталоемкости инфраструктуры и недостаточности государственных ресурсов в финансировании проектов, в том числе государственных, как правило, сочетаются государственные и частные источники, что усиливает взаимопереплетение государственного и частного секторов в сфере инфраструктуры. Эта тенденция часто принимает форму приватизации и введения элементов конкуренции.

В результате общий объем инвестиций в проекты с участием частного сектора в РС резко увеличился с 18 млрд. долл. в 1990 г. до 128 млрд. долл. в 1997 г. В 1998 г. он снизился до 110 млрд. долл., а в 1999 г. еще на 30% — до 77 млрд. долл. под воздействием азиатского финансового кризиса, экономической нестабильности в Латинской Америке и общего ухудшения экономических условий инвестирования во всем мире. Хотя этот объем возрос в 2000 г. до 90 млрд. долл., он снова сократился в 2001 г. до 57 млрд. долл. В целом за 11 лет он составил более 750 млрд. долл., причем основная его часть приходилась на сектора телекоммуникаций и электроэнергетики, которые раньше других подверглись приватизации и рыночным реформам, а в географическом разрезе — на страны Восточной Азии и Латинской Америки, которые также первыми предприняли масштабную приватизацию и рыночные реформы (с. 339).

Таблица

**Частные инвестиции в инфраструктурные проекты  
в развивающихся странах, 1990–2001 гг. (млрд. долл.) (с. 339)**

Сектора	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2001 г.	Всего
Телекоммуникации	6,2	20,1	45,3	31,7	331,4
Электроэнергетика	1,3	20,9	26,4	10,0	213,3
Природный газ	—	4,1	2,3	1,2	34,5
Транспорт	10,3	12,0	11,6	12,4	106,1
Водоснабжение	—	1,8	4,8	2,2	39,7
Регионы					
Восточная Азия и Тихоокеанский регион	2,6	24,7	17,5	16,1	210,6
Европа и Центральная Азия	0,1	9,4	22,9	6,5	97,1
Латинская Америка	14,6	19,7	38,3	23,2	360,5
Ближний Восток и Северная Африка	—	0,1	4,1	2,4	22,8
Южная Азия	0,4	4,1	4,2	4,6	39,6
Африка южнее Сахары	0,1	0,9	3,4	4,6	23,4
Всего	17,8	58,9	90,9	56,9	754,2

Иностранные инвесторы постоянно сталкиваются с опасностями колебаний и непредсказуемости политики и систем управления, особенно в сфере инфраструктуры, характеризующейся проблемой специфичности активов и невозможностью перевода капиталовложений в другие сферы или страны. Угроза для инвесторов со стороны правительств и различных его органов состоит в возможности изменения политики регулирования или налогообложения, введения более благоприятного режима для местных фирм и даже полной экспроприации. Вместе с тем развитие инфраструктуры по многим причинам неизбежно остается сферой активного участия государства, заинтересованного в экономических, социальных и политических последствиях частных инвестиций.

Таким образом, инфраструктурные проекты связаны с различными рисками, в том числе валютным риском, риском обесценения инвестиционных ресурсов, техническим риском, а также главным образом риском отказа правительства от принятых правовых, экономических и других обязательств, усиливаемым возможностью смены правительства, политическим давлением заинтересованных групп и другими факторами. Вместе с тем, подчеркивают авторы, правительства играют роль как источника, так и компенсатора риска. Правительство располагает различными способами компенсации риска, например, путем включения в соглашения таких элементов трансфера риска, как учет инфляции цен на ресурсы или обесценения валюты в цене сделки, или предоставление встречных гарантий. С точки зрения компаний задача состоит в усилении поддерживающей роли правительства при одновременном смягчении угроз, проистекающих со стороны институтов государственного сектора.

Участие правительства в инфраструктуре определяется важными функциями, которые в результате приватизации, дерегулирования и соответствующего роста частных инвестиций претерпели определенные изменения. Авторы предлагают следующую классификацию функций правительства в процессе реализации инвестиционных проектов.

*Правительство как спонсор/инвестор.* Правительства могут выступать в качестве спонсора проекта, держателя части акций приватизированного предприятия, партнера совместного предприятия или инвестора в новый проект. В иных случаях правительства или государственные финансовые учреждения могут участвовать, выполняя функции кредитования, страхования или гарантирования размеще-

ния задолженности по инфраструктурным проектам. Такая роль правительства является наиболее конструктивной и наименее опасной.

Спонсорская роль правительства может подкрепляться политикой, направленной на стимулирование развития отраслей инфраструктуры. Так, в Индии программа реструктуризации энергетики сопровождалась либерализацией торговли и регулирования иностранных инвестиций, введением налоговых льгот, снижением пошлин на импорт капитального оборудования, мероприятиями по защите прав интеллектуальной собственности и общим ослаблением государственного контроля над бизнесом. Кроме того, правительства все в большей мере выступают в качестве гаранта инвестиций.

*Правительство как потребитель/клиент.* Правительства или государственные предприятия могут быть важнейшими потребителями продукции отраслей инфраструктуры или покупателями этой продукции для последующего распределения конечным потребителям. Эта роль характерна, например, для электроэнергетики: многие правительства приватизировали производственные мощности, оставив в государственной собственности сети передачи и распределения энергии. Элементом такой модели являются долгосрочные соглашения о покупке электроэнергии. Таким образом, приватизируя первичное производство и сохраняя в своих руках непосредственное предоставление услуг, государство создает чувствительный механизм, в рамках которого частные предприятия руководствуются целями экономической эффективности, а государственные учитывают политическую необходимость удержания цен на низком уровне.

В то же время, как показывает ряд приводимых авторами примеров, возможность пересмотра соглашений и отказа от принятых финансовых обязательств означает, что положительная, стабилизирующая роль государства как первичного потребителя, а также и сама ценность инвестиционных проектов могут подвергаться угрозе. Эта тенденция связана с более широкими изменениями роли правительства как регулятора условий инвестирования и конкуренции.

*Правительство как регулятор и разработчик правил игры.* Правительство является высшим судьей, определяющим условия инвестирования, и эта его роль является важнейшей и во многом заменяющей другие его функции. Политические и экономические факторы нередко приводят к изменениям, подрывающим инвестиционные проекты. Правительство принимающей страны может пересмотреть условия инфраструктурных контрактов, и эта опасность

усугубляется сложностью перераспределения активов для международного инвестора. В прошлом подобные явления приводили к прямым экспроприациям. Так, в 1970-е годы популистские лидеры Аргентины, Чили, Венесуэлы и ряда других стран присвоили таким образом активы ТНК и тем самым ухудшили инвестиционный климат во всем мире. В последнее время случаи прямой экспроприации в развивающихся странах практически не наблюдались, их число сократилось с 83 в одном лишь 1975 г. до 11 в период с 1981 по 1992 г. (с. 342). Однако многие примеры показывают, что правительства продолжают практику пересмотра правовых условий достигнутых соглашений, особенно в случаях изменения политической расстановки сил или правящих партий. В ряде случаев опасности и сложности, связанные с подобными тенденциями, усугубляются участием в проектах как центральных, так и местных правительств. В таких странах, как Индия, Бразилия, Китай, региональные органы обладают значительной властью, и это обстоятельство стало проблемой, осложняющей разработку и финансирование проектов в области электроэнергетики, водоснабжения и транспорта.

Еще одна важная роль правительства состоит в регулировании постприватизационной конкурентной среды. Примеры приватизации компаний «Telmex» в Мексике «Telebras» в Бразилии показывают, что первые участники рынка приобретают значительное конкурентное преимущество, продлеваемое откладываемой либерализацией. Правительства продолжают играть важнейшую регулирующую роль в отраслях инфраструктуры и после приватизации значительной части их активов, формально провозглашая открытость рынка, но фактически создавая барьеры для вхождения новых участников.

*Правительство как посредник и арбитр.* Правительства все в большей мере играют роль посредника и арбитра в отношении различных политических и общественных интересов, которые ранее не были представлены в процессе переговоров между инвесторами и принимающей стороной, служат средством общения и смягчения давления, оказываемого на ТНК различными политическими группами, неправительственными организациями, в том числе местными и международными.

Рассмотренные функции и возможные действия правительства в процессе реализации международных инвестиционных проектов в сфере инфраструктуры ставят перед инвесторами определенные задачи. Обобщая опыт решения этих задач, авторы выделяют специфиче-

ские стратегические подходы, использование которых направлено на смягчение инфраструктурных инвестиционных рисков.

1. Расширение использования новых механизмов, усиливающих позиции инвесторов при заключении международных торговых и инвестиционных соглашений в рамках как двусторонних, так и многосторонних отношений. Одним из таких механизмов являются двусторонние инвестиционные соглашения (bilateral investment treaties – BITs), снижающие имеющиеся в РС ограничения на прямые иностранные инвестиции. Такие соглашения, заключаемые с правительством РС, могут, например, гарантировать иностранным инвесторам статус наибольшего благоприятствования, равные права с внутренними инвесторами и другие преимущества.

Другим подобным механизмом являются обязательства по либерализации иностранных инвестиций и проведению других реформ в области регулирования и институциональных реформ, принимаемые РС в рамках региональных и многосторонних торговых и инвестиционных соглашений. Примерами служат Североамериканское соглашение о свободной торговле (NAFTA), Уругвайский раунд многосторонних торговых переговоров и др. Так, положение NAFTA, позволяющее иностранным инвесторам предъявлять прямые иски правительствам, уже доказало свою эффективность (например, иск американской компании «Metalclad» к правительству Мексики, по которому Мексика заплатила 16 млн. долл.) (с. 345).

2. Использование двусторонней и многосторонней финансовой поддержки и систем проектного финансирования, позволяющих отделить потенциальный проектный риск от общего риска компании. Авторы подчеркивают роль МВФ и Всемирного банка, деятельность которых зачастую указывает частным инвесторам направления инвестирования при необходимой правовой и институциональной безопасности. Расширение участия международных финансовых организаций, региональных банков развития в совместном с частным сектором финансировании проектов ограничивает возможности правительств по пересмотру условий контрактов. Международные финансовые учреждения, как правило, предоставляют гарантии или страхование частного финансирования.

Одним из важнейших инструментов смягчения инвестиционного риска является проектное финансирование, при котором кредиты или инвестиции финансовых учреждений непосредственно связаны с конкретным проектом, движение средств — с доходом,

генерируемым проектом, а баланс застройщика защищен от проектного риска. Проектное финансирование, как правило, является многосторонним, и участие в нем таких организаций, как Международная финансовая корпорация (IFC), Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (MIGA), Корпорация зарубежных частных инвестиций США (OPIC), способствует стабильности в политике правительств принимающих стран.

3. Вхождение на рынки на ранних этапах цикла приватизации и либерализации. В сфере инфраструктуры такая стратегия особенно полезна. Роль правительства как регулятора постприватизационной конкуренции говорит в пользу создания партнерских отношений с местными правительствами и частными фирмами в целях приобретения защиты от возможных будущих превратностей регулирования, с которыми будут сталкиваться последующие участники. В Мексике и Бразилии позиции «первого плацдарма» дали существенные преимущества иностранным фирмам на рынке телекоммуникаций и существенно затруднили завоевание доли рынка для новых претендентов.

4. Создание местных представительств или филиалов и установление партнерских отношений с местными фирмами, в том числе государственными предприятиями. Инвесторы в РС давно признали ценность (а также и потенциальные риски) партнерских отношений с местными фирмами. В сфере инфраструктуры такие отношения особенно целесообразны, поскольку помогают установлению доверия среди политических и общественных групп и формированию отношения к иностранным инвесторам как к полноправным участникам процесса экономического развития.

5. Предложение справедливых цен и избежание условий сделок, которые впоследствии могут рассматриваться как более благоприятные для одной из сторон. Переговоры с единственной фирмой-претендентом привлекательны и для инвестора, и для правительства, поскольку ускоряют сроки и упрощают административный процесс. Практика показывает, что контракты, заключаемые на конкурентной основе, обеспечивают большую стабильность и реализуемость проектов, позволяют избежать в дальнейшем конфликтов с политическими и общественными группами.

6. Выработка условий контрактов, содержащих согласованные обязательства сторон по обеспечению поставок первичной продукции и последующего обслуживания конечных потребителей. Например, соглашение о строительстве электростанции в Мерида (Мекси-

ка) предусматривало 25-летний контракт мексиканской государственной компании CFE на покупку электроэнергии с подрядчиком — американской корпорацией AES, с одной стороны, и 25-летний контракт на поставку топлива (сжиженного природного газа) с государственной компанией «Pemex» — с другой. Такая симметрия означала, что любое изменение одного обязательства влечет за собой изменение другого, и в определенной мере защищала проект от попыток изменения цен или отказа от обязательств.

7. Осуществление стратегии управления с учетом интересов и взаимосвязей всех участников и заинтересованных групп. Фирмам следует рассматривать такую стратегию и добиваться «социальной легитимности» в качестве средства снижения рисков. Это может потребовать от инвесторов установления связей с оппозиционными партиями, общественными группами, неправительственными организациями, другими интересами, являющимися участниками и объектами политических изменений. Смена режимов в ряде РС (Индонезия, Малайзия, Перу и др.) заставила многих инвесторов прекратить осуществление проектов или пересмотреть их условия. Знание когда и как поддерживать контакты на различных уровнях — сложный, но необходимый элемент стратегии.

Таким образом, заключают авторы, инвесторам следует проводить более долгосрочную и разностороннюю инвестиционную стратегию, включающую финансовые, операционные и социально-политические аспекты, стремиться опередить конкурентов в выходе на приватизируемые рынки, что хотя и сопряжено с риском, но обеспечивает прочные позиции в будущем, воздерживаться от соблазна добиваться в процессе переговоров максимальной доходности в краткосрочном аспекте, но закладывать основы для будущей стабильности, использовать многосторонние соглашения и организационные формы финансирования, в меньшей степени подверженные политическим давлениям, добиваться доверия и ограждать инвестиции от возможных угроз, устанавливая прочные связи с местными фирмами и широким спектром местных интересов. Динамичное стратегическое управление инфраструктурными рисками может дать возможность компаниям смягчить наиболее опасные риски и снизить издержки неопределенности, связанные с инвестициями в инфраструктуру РС.

Правительства, в свою очередь, должны проводить политику, способствующую снижению инвестиционных рисков, совершенствуя организационную и правовую базу государственного управления.



Авторы отмечают, что, как показывает анализ, им следует придерживаться взвешенного и упорядоченного подхода к либерализации и открытию рынков. Так, в Индии «быстрый старт» этого процесса привел к обратным результатам, а в Мексике, где государственный контроль над энергетическими ресурсами закреплён в конституции, более сдержанная политика, наоборот, способствовала развитию электроэнергетики с участием частного сектора (с. 350). РС часто испытывают давление в пользу ускорения реформ, в том числе со стороны таких организаций, как МФВ, а также иностранных правительств, желающих видеть немедленные результаты. Однако те страны, которые осуществляют более постепенный и методичный подход, в долгосрочном плане оказываются в выигрыше, что подтверждается в том числе азиатским экономическим кризисом и примером Китая по сравнению с Индией.

*И.Г.Минервин*