



Инвестиции в строительство инфраструктуры



Анна МАРЦИНКОВСКАЯ

Anna V. MARTSINKOVSKAYA

Инвестиционная политика многих стран даже в период кризиса была направлена на финансирование строительства и приращение железнодорожных инфраструктур. Анализ показывает расширение рынка инвестиций, государственных и частных вложений. И такая стратегия заслуживает поддержки и понимания. Опыт это подтверждает.

Ключевые слова: инфраструктура, инвестиции, железные дороги, строительство, модернизация, заемный доход, акции, рынок ценных бумаг.

Марцинковская Анна Владимировна — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Экономика строительного производства» Московского государственного университета путей сообщения (МИИТ).

Инвестиции в инфраструктуру железных дорог — основа модернизации, повышения конкурентоспособности, экономической стабильности отрасли и успешного развития экономики страны. Инвестиционная политика многих стран даже в период кризиса была направлена на увеличение финансирования железнодорожной инфраструктуры за счет государственного субсидирования и привлечения частного капитала на основе партнерского сотрудничества.

Например, в период экономического кризиса 2008 года Китай увеличил уровень государственных финансовых вложений в развитие железнодорожной инфраструктуры до 43 млрд евро, в 2009–2010 годах — до 65 млрд евро в год и продолжает стимулировать строительство национальных железных дорог, доведя государственные расходы на железнодорожный транспорт до 91 млрд евро в год, что дает стабильный рост ВВП. Инвестиции в железные дороги Франции на 40% обеспечиваются за счет государства и публичного финансирования. Для подъема экономики после кризиса Франция ускорила строительство четырех высокоскоростных магистралей, срок начала их строительства перенесен на 2010-й с 2013 года.

1.

В России тоже усиливается поддержка государством железнодорожного транспорта, оказывается адресная помощь на реализацию проектов новых линий, призванных способствовать развитию экономического потенциала отдельных регионов. В 2010 году государственное финансирование инфраструктуры железных дорог было максимальным и приблизилось к 4 млрд евро, что, впрочем, недостаточно для текущего ее состояния. Крайне высока загрузка железнодорожной сети на главных ее направлениях, где давно исчерпаны резервы пропускной способности.

По оценкам специалистов ОАО «РЖД», при сохранении существующих темпов развития сети уже к 2015 году окажутся невывезенными около 230 млн тонн российских и транзитных грузов, в том числе уголь, руды, нефтепродукты, для которых железнодорожный транспорт является безальтернативным. Это приведет к прямым экономическим потерям для отраслей и ограничению роста ВВП страны.

Опираясь на существующую мировую практику государственной поддержки железнодорожной отрасли, следует отметить, что в России она составляет 47 тыс. евро на 1 км эксплуатационной длины пути в год, тогда как в Германии — 312 тыс. евро, а во Франции — 393 тыс. евро (1).

Дефицит собственных инвестиционных ресурсов на развитие недостаточно восполняется государственным финансированием и вызывает необходимость привлекать внебюджетные, частные и иностранные инвестиции.

Реструктуризация железнодорожного транспорта существенно расширила возможности привлечения инвестиционных ресурсов в отрасль, выведя российские предприятия железнодорожного транспорта на мировой финансовый рынок, открыв перспективы использования принципиально новых инвестиционных механизмов и международных финансовых институтов для привлечения нового капитала в отрасль.

В странах с развитыми финансовыми рынками интересам инвесторов уделяется профессиональное внимание компаниями, которые специализируются в области взаимодействия участников рынка — связи эмитента с инвесторами (Investor relations или IR). Представитель эмитента или компания, раз-

рабатывающая по его заказу программу взаимоотношений с инвесторами, должны сами хорошо знать специфику деятельности данного эмитента, а также понимать, какие именно вопросы интересуют потенциальных участников. Необходимо, чтобы в результате взаимоотношений инвесторы оценили профессионализм топ-менеджмента, а также полноту и качество презентационных материалов эмитента и готовность компании к прямому диалогу с международным банковским и инвестиционным сообществами.

Важна и работа с рейтинговыми агентствами, которые занимаются аналитическими исследованиями финансового рынка и присваивают долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги как эмитентам, так и их отдельным долговым обязательствам. Оценка по рейтингам позволяет инвесторам сравнивать между собой надежность эмитентов и привлекательность обязательств разных государств. Пользуются авторитетом у эмитентов и кредиторов такие международные рейтинговые агентства, как Standard & Poor's, Fitch Ratings и Moody's, которые дают убедительную и компетентную оценку инвестиционной привлекательности эмитента. По кредитному рейтингу ОАО «РЖД» в 2010 году заняло максимально высокий уровень (BBB), доступный для российских компаний, который не может быть выше имеющегося рейтинга страны, и его ценные бумаги заняли место между востребованными облигациями «Газпрома» и «Транснефти».

2.

Тщательная подготовка акции позволила ОАО «РЖД» успешно провести размещение первого выпуска еврооблигаций. После 4-дневного роуд-шоу¹ в Европе книга заявок закрылась на уровне более 9 млрд долларов, включая более 400 заявок инвесторов высокого качества. Спрос превысил предложение в несколько раз, что стало абсолютным рекордом для компаний, выпускающих еврооблигации по правилу Reg S (без прямого размещения на рынке США). 26 марта 2010 года в Лондоне было завершено размещение дебютного выпуска еврооблигаций ОАО «РЖД», при участии банков JPMorgan Securities, Barclays Bank и VTB Capital на сумму 1,5 млрд долларов.





Рис. 1. Региональное распределение инвесторов ОАО «РЖД» по облигациям 2010 года выпуска (2).

Инвестиционный банк JP Morgan включил еврооблигации ОАО «РЖД» в международные индексы EMBI Global и EMBI Diversified. Индексы серии EMBI (Emerging Markets Bond Index), рассчитываемые банком JP Morgan, являются наиболее популярными среди международных инвесторов при принятии решений по инвестициям в развивающиеся рынки. Выпуск еврооблигаций «РЖД» стал крупнейшим российским выпуском на международных рынках капитала, где испытывают повышенный интерес к заемщикам транспортного сектора, недостаточно представленным на фондовом рынке.

По итогам 2010 года размещение еврооблигаций ОАО «РЖД» было признано крупнейшей «сделкой года» среди эмитентов Восточной Европы (по версии Euroweek). Высокий интерес западных инвесторов к российскому корпоративному риску и беспрецедентные результаты размещения позволили не только подтвердить статус «Российских железных дорог» как одного из надежных заемщиков в России, но и сформировать позитивный фон для предстоящих сделок по продаже облигаций и акций дочерних зависимых обществ. Структура инвесторов, купивших еврооблигации, представлена на рис. 1.

Среди инвесторов основной интерес к реализуемым еврооблигациям ОАО «РЖД» проявили управляющие активами компании, их доля в объеме покупок составила 48%, государственные и частные банки приобрели соответственно 26% и 12%, страховые фонды — 10% (рис. 2).

По мере постепенного восстановления мировой финансовой конъюнктуры в на-



Рис. 2. Структура распределения инвесторов ОАО «РЖД» с облигациями 2010 года по видам бизнеса (2).

чале 2010 года открытые рынки капитала вновь стали привлекательными для заимствований. В феврале ОАО «РЖД» разместило очередную серию корпоративных облигаций объемом 15 млрд руб. сроком обращения на 15 лет и офертой через 5 лет с рекордно низкой ставкой купона в размере 9,0% годовых (ставка рефинансирования ЦБ РФ на тот момент составляла 8,5%). Реализуя кредитную политику, компания в 2010 году погасила облигации серии 06 на сумму 10 млрд руб. Кроме того, в ходе исполнения оферт по облигациям серии 09 и серии 11 ОАО «РЖД» выкупило с рынка ценные бумаги на общую сумму 26,6 млрд руб. (3).

Работа с инвесторами позволила добиться значительного снижения стоимости заемного капитала в 2010 году. Средневзвешенная ставка по кредитному портфелю снизилась более чем на 1,2 пункта и составила 8,7%.

Анализ годового отчета ОАО «РЖД» за 2010 год выявил, что политика оптимизации структуры кредитного портфеля дала возможность снизить затраты по обслуживанию долга на 2,9 млрд руб. — до 22,3 млрд руб. и избежать убытков от курсовых разниц при переоценке валютных обязательств. А это привело к снижению стоимости заемного капитала.

ОАО «РЖД» продолжает привлекать заемные средства на финансирование инвестиционных проектов. В 2011 году был размещен второй выпуск еврооблигаций на 350 млн фунтов стерлингов со ставкой 7,487% годовых и сроком погашения в 2031 году. Незначительное количество конкурирующих выпусков и хорошее кре-

¹Роуд-шоу (road-show) — серия встреч представителей компании с потенциальными инвесторами, на которых осуществляется презентация компании-эмитента, основных показателей её деятельности и характеристик размещаемых ценных бумаг.

дитное качество эмитента способствовали тому, что сделка на европейском фондовом рынке снова пользовалась высоким вниманием. Покупателями ценных бумаг выступили около 60 инвесторов из разных регионов мира: Великобритания — 43%; другие европейские страны — 39%; Россия — 15%; Азия — 3%.

3.

Проводя активную инвестиционную политику, российские железнодорожные компании стараются поддержать высокий интерес к своим долговым обязательствам (облигациям) со стороны российских и иностранных инвесторов. Этому способствует проведение мероприятий, направленных на повышение открытости и прозрачности финансово-хозяйственной деятельности железнодорожных предприятий:

- ежегодных встреч с отраслевыми аналитиками, которым выдается наиболее актуальная информация о деятельности компаний, повышении безопасности перевозок, улучшении качества транспортных услуг;

- тематических встреч с крупными российскими и международными инвесторами в рамках участия в финансово-экономических форумах, международных и отраслевых конференциях;

- специализированных IR-акций по привлечению к сотрудничеству потенциальных инвесторов из разных стран мира;

- научно-практических конференций, которые подчеркивают заинтересованность в передовых технологиях, инновационных формах управления;

- публикаций финансовой отчетности компании для регулярного информирования своих кредиторов.

Привлечение внешних инвестиций — это возможность реализации планов по совершенствованию инфраструктуры и повышению конкурентоспособности отрасли. Поэтому для успешной реализации ценных бумаг эмитенту необходимо четко формулировать и доводить до участников рынка свои цели и стратегию перспектив развития каждого из предприятий. И здесь очень важно привлекать инвестиции и за счет продажи акций дочерних компаний.

Первоначальное публичное предложение акций компании на продажу широкому кругу лиц в международной практике обозначается

как IPO (*Initial Public Offering*). Привлечение финансовых средств в ходе IPO позволяет приобрести компании необходимые для расширения своей деятельности активы, которые она не может купить за собственные средства и для приобретения которых считает невыгодным брать кредит.

Публичное предложение акций открывает путь к более дешевым источникам капитала за счет повышения уровня публичности компании, позволяет снизить стоимость привлеченного финансирования, способствует оптимизации структуры капитала и получению более эффективного доступа к рынкам, в том числе иностранным.

Процесс IPO длительный, требует тщательной подготовки. Российским железным дорогам потребовалось десять лет на проведение реструктуризации отрасли, чтобы сделать прозрачной структуру управления ОАО «РЖД», а дочерним зависимым обществам заработать репутацию благонадежного заемщика, т.е. провести программы вексельных и облигационных займов, повысить известность на финансовом рынке. Потребовались ведение финансовой отчетности и регулярное проведение аудита по международным стандартам, повышение качества корпоративного управления и упорядочение юридической структуры отрасли.

Для выхода на публичные рынки ценных бумаг предприятиям железнодорожного транспорта нужны не только прозрачная структура управления и движение денежных потоков, но и успешная кредитная история, высокие темпы экономического роста. Листинг² на российских биржах при условии соблюдения международных стандартов — это раскрытие информации и финансовой отчетности эмитента, он предполагает участие в этой процедуре как российских, так и международных инвесторов.

Основным партнером компании при подготовке к IPO и непосредственно в процессе размещения акций на бирже является банк-андеррайтер, который выступает в роли координатора всего проекта. От его профессионализма зависит успешность выхода компании на рынок, структура будущих владельцев акций компании и стабильность будущих торгов. Для выбора банка-андеррайтера проводится тендер между инвестиционными банками или андеррайтером становится банк, с которым у компании уже



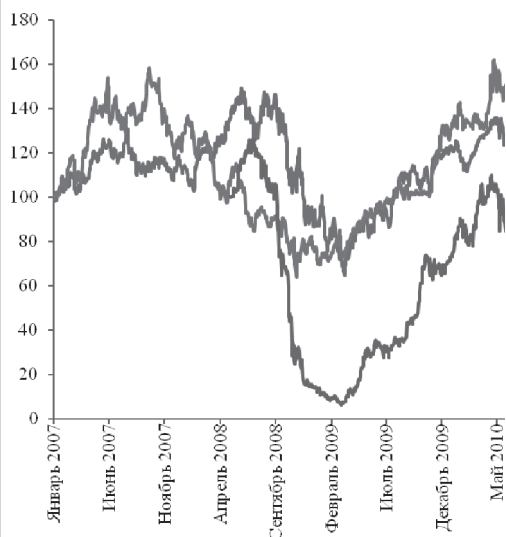


Рис. 3. Цены акций сравнимых компаний в процентах к базовой цене 2007 года (2).

есть совместные проекты, например, размещение облигаций.

Российские железнодорожные предприятия в качестве андеррайтера рассматривают солидные банки с мировым именем и многолетней историей, которые обладают большой клиентской базой и хорошо известны на западном рынке, где будет происходить размещение акций. Основными критериями выбора являются: стоимость, в которую банк оценивал компанию, объем эмиссии, предлагаемая структура инвесторов, место и сроки размещения акций, а также размер вознаграждения, которое банк потребовал за свои услуги.

Ценные бумаги российских железнодорожных операторов на мировом финансовом рынке представляет Глобалтранс — железнодорожный перевозчик, специализирующийся на перевозках металлов, нефти, цемента и угля. Fact Set и банк JP Morgan провели сравнение цен на акции железнодорожных компаний-операторов I-го класса, компаний-операторов II-го класса и Глобалтранса.

Анализ цены акций железнодорожных операторов I и II класса, а также работающего на российском рынке Globaltrans показал, что цены на акции компаний железнодорожных операторов вернулись на докризисный уровень — к цене акции на 1 января 2007 года (принятого за 100%)

уже в мае 2010 года. Рост цен акций железнодорожных компаний на развивающихся рынках Индии и Китая уже на 26% опередил цены акций давно сложившихся рынков Северной Америки.

Таким образом, целью эмиссии акций есть обеспечение инвестиционного процесса дополнительным источником капитальных вложений, привлечение дополнительных финансовых ресурсов в производство и развитие инфраструктуры.

4.

Анализ привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг российскими компаниями показал привлекательность долгового сегмента рынка ценных бумаг для компаний, нуждающихся в заемных ресурсах. Привлекательность их обусловлена более низкими ставками заимствования по сравнению с банковскими кредитами, значительными объемами и возможностью заимствования на более длительный срок. Мировой рынок облигаций по объему задолженности превышает рынок акций почти в 2 раза.

Реструктуризация железнодорожной отрасли привела к созданию примерно 60 эффективно работающих в различных сферах деятельности инвестиционно-привлекательных дочерних предприятий. Часть их акций впоследствии предполагается продать частным инвесторам, а вырученные средства вложить в развитие инфраструктуры. Сейчас парк вагонов, находящихся в частных компаниях, составляет почти 400 тыс. единиц, что способствует конкуренции и повышению эффективности их использования. В инфраструктуре ОАО «РЖД» работает около 100 частных локомотивов и на рынок пассажирских перевозок выходят частные компании, формируется рынок ремонтных и прочих услуг. Важнейшим результатом реформы на российских железных дорогах считается факт привлечения в отрасль более 150 млрд руб. частных инвестиций.

В рамках построения целевой структуры холдинга «РЖД» и привлечения дополнительных инвестиций на развитие железнодорожного транспорта советом директоров холдинга утверждены кон-

цепция и план продажи акций дочерних обществ в 2010–2012 годах. Средства от реализации пакетов акций будут направлены на модернизацию инфраструктуры и производства. Одобрены сделки по продаже в 2010–2011 годах акций более 20 дочерних и зависимых обществ. В ноябре 2010 года после получения соответствующего согласия правительства состоялась продажа широкому кругу инвесторов 35% минус 2 акции уставного капитала ОАО «ТрансКонтейнер» путем публичного размещения на российских биржах ММВБ и РТС, а также на Лондонской фондовой бирже. Доход от продажи этого пакета акций составил 12 млрд руб., что в 2,4 раза выше балансовой стоимости компании.

ОАО «ТрансКонтейнер» создано в марте 2006 года как дочернее зависимое общество ОАО «РЖД» и является ведущим контейнерным оператором в России. Компания эксплуатирует 25,5 тыс. платформ, имеет собственную сеть железнодорожных терминалов на 46 железнодорожных станциях от Санкт-Петербурга до Владивостока и управляет одним терминалом в Словакии.

Позитивное отношение инвесторов к акциям ОАО «ТрансКонтейнер» основано на инвестиционной привлекательности отрасли железнодорожных контейнерных перевозок, лидирующими позициями на рынке транспортных перевозок, уникальным сочетанием парка платформ и инфраструктурных активов. «ТрансКонтейнер» обладает национальной сетью совместных предприятий с ведущими мировыми железнодорожными операторами, высокими стандартами корпоративного управления и опытным

менеджментом, уважаемыми акционерами. Чистая прибыль акционерного общества по Международной финансовой системе отчетности (МФСО) в 2010 году составила 935 млн руб. при выручке в 22,8 млрд.

Дочерняя компания ОАО «Первая грузовая компания» поддерживает долгосрочные взаимоотношения с ведущими клиентами, имеет хорошие показатели и опытный менеджмент. Советом директоров ОАО «РЖД» и правительством РФ в 2011 году была утверждена продажа 75% минус две акции этой компании, которые реализованы на аукционе за 125,5 млрд руб.

Эти случаи стали первыми публичными предложениям акций дочерних обществ ОАО «РЖД». Большую часть полученных от их продажи средств планируется направить прежде всего на строительство новых и модернизацию существующих железнодорожных линий.

Проведение эффективной инвестиционной политики увеличит вероятность выполнения стратегии развития железнодорожного транспорта до 2030 года по повышению плотности сети железных дорог с 5,1 до 5,9 км на 1000 кв. км. Что повысит отраслевую конкурентоспособность, увеличит деловую активность регионов, будет стимулировать рост эффективности всех сфер экономики, повышение занятости и благосостояния населения.

ЛИТЕРАТУРА

1. Старых С.А., Сулашкин Т.С. Мировые тенденции инвестирования в развитие железных дорог // Экономика железных дорог. — 2012. — № 1.
2. Годовой отчет ОАО «Российские железные дороги» за 2010 год. — М., — 2011.
3. Аналитическая записка JP Morgan. — М., 2011. ●

INVESTMENTS IN RAILWAY INFRASTRUCTURE CONSTRUCTION

Martsinkovskaya, Anna V. — Ph.D. (Econ), associate professor of the department of economics of construction industry of Moscow State University of Railway Engineering (MIIT).

Many countries even under crisis conditions aimed their investment policy at construction financing and railway infrastructure enhancing. The analysis made by the author demonstrates the expansion of investment market, both of public and private investments. This strategy merits deeper understanding and support.

Key words: infrastructure, investment, railways, construction, modernization, loan profits, shares, equity market.

Координаты автора (contact information): Марцинковская А. В. — martsinkov@mail.ru.

