

**Ю. С. Сафронов<sup>1</sup>**

аспирант кафедры финансов и кредита экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова

## **ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ НА РЫНКЕ РОССИИ**

Современный глобальный финансово-экономический кризис проявляется в сокращении объемов кредитования и увеличении стоимости заемного финансирования, падении промышленного производства и снижении цен на конечные товары, росте уровня безработицы и волатильности курсов национальных валют, падении фондовых рынков. В сложившихся условиях резко возросли роль и влияние государства на экономику, причем высока вероятность того, что данная тенденция сохранится и в долгосрочной перспективе. Многие финансовые институты и компании реального сектора экономики оказались на грани банкротства. С целью недопущения крушения системообразующих предприятий и, как следствие, дальнейшего роста социальной напряженности государство проводит активную политику стимулирования и поддержки банковской системы и промышленных корпораций, а в ряде случаев открыто осуществляет национализацию ключевых для стабильного развития страны активов. В данной ситуации наличие у государства значительных золотовалютных запасов является очевидным преимуществом с точки зрения возможности преодоления последствий глобального финансово-экономического кризиса как можно в более короткие сроки. Во многих случаях осуществление капитальных вложений и рефинансирование проблемных компаний осуществляется через банковские структуры с государственным участием, где источниками финансирования выступают бюджетные средства.

Наша страна испытывает серьезные трудности в связи с развитием глобального финансово-экономического кризиса. Одной из ключевых причин экономического спада (сокращение ВВП в 2009 г. прогнозируется на уровне 9%) является резкое падение цен на основные экспортные товары (нефть, углеводороды, продукция металлургического комплекса), которые являются главным источником валютного дохода отечественных корпораций и бюджета Российской Федерации. Другим негативным фактором стало свертывание кредитования и отсутствие возможности привлечь дешевое заемное финансирование с западных рынков. Большое количество компаний крупного, среднего и малого бизнеса оказались на грани банкротства и были вынуждены обратиться за государственной поддержкой. Период конца 2008 — начала 2009 г. прошел под знаком активных действий Центрального банка РФ, направленных на обеспечение стабильного функционирования банковской системы. В это же время был реализован комплекс мероприятий, итогом которых стала плавная девальвация рубля.

---

<sup>1</sup> Эл. адрес: [urij-udl@yandex.ru](mailto:urij-udl@yandex.ru)

Серьезнейший удар испытал отечественный фондовый рынок. Индексы ММВБ и РТС упали до уровня ниже 1000 пунктов. В период активной стадии развития кризиса произошел массовый отток денег с развивающихся рынков. Это было связано с пересмотром инвесторами отношения к рисковому капиталождению и сдвигом их предпочтений инвестирования в пользу наименее рискованных активов. Все это спровоцировало обвал котировок ведущих компаний и, как следствие, сокращение их капитализации в разы. В дополнение на биржах осуществлялась активная спекулятивная игра на понижение. Резкое падение фондовых индексов произошло во всем мире, однако в России наблюдался даже более глубокий спад, связанный с наличием дополнительных рисков (риски регулирования, высокий уровень задолженности отечественных корпораций, слабая институциональная база и др.).

Компании реального сектора экономики в России столкнулись с проблемой привлечения заемного финансирования — ключевого ресурса для реализации инвестиционных программ. Из-за нарушения уровня доверия внутри финансовой системы банками были приняты решения о существенном росте процентных ставок и введении практики строгих ограничений по срокам кредитования. В результате значительный объем инвестиционных проектов в промышленности был остановлен, и многие компании столкнулись с проблемой дефолта из-за невозможности организовать рефинансирование текущей задолженности, по которой наступили сроки погашения.

Таким образом, текущая ситуация на финансовом рынке характеризуется резко возросшей стоимостью кредитных ресурсов, ростом средневзвешенных затрат на капитал (как за счет долговой составляющей, так и в результате увеличения рискованной нагрузки, влияющей на стоимость собственного капитала) и, как следствие, существенным снижением стоимости бизнеса отечественных компаний. Более того, в настоящий момент капитализация многих предприятий значительно ниже их фундаментальной стоимости даже с учетом роста кредитных ставок, в чем проявляется спекулятивный аспект. Под угрозу срыва поставлен ряд инвестиционных проектов, реализация которых критически важна для экономического развития Российской Федерации. Возникла угроза смены собственников активов (в том числе в пользу нерезидентов), которые имеют стратегическое значение для безопасности страны.

С другой стороны, согласно многочисленным заявлениям высших должностных лиц государства, основной целью остается перевод экономики на «инновационные рельсы» развития. До сих пор деятельность лидеров отечественной экономики в основном опиралась на производственные мощности, разработанные и установленные еще в советский период, которые к данному моменту уже достигли критических пределов эксплуатации. Для скорейшего преодоления последствий финансово-экономического кризиса и повышения конкурентоспособности на мировом рынке уже сейчас необходимы крупные вложения в развитие бизнеса и его диверсификацию. Общеизвестным считается тот факт, что одним из главных препятствий для экономического роста в России являются неразвитость и высокий износ инфраструктуры, а также возникающий в последнее время дефицит энергоресурсов, прежде всего электроэнергии и углеводородов, связанный с чрезвычайно высокой энергоемкостью отечественной экономики. Для преодоления этих негативных факторов необходимы всеобъемлющая реконструкция существующих и строительство новых объектов инфраструктуры наряду с масштабным внедрением энергосберегающих технологий. Не менее важны поиск и освоение новых месторождений полезных ископаемых, прежде всего углеводородов, для удержания российскими компаниями лидирующих позиций на мировом рынке и обеспечения энергетической безопасности страны.

В сложившейся ситуации первостепенными задачами государства являются обеспечение эффективного функционирования отечественного финансового рынка и поддержка российских системообразующих корпораций путем предоставления финансирования в необходимых объемах. Значительные денежные средства (сверхдоходы от экспорта углеводородов) были аккумулированы в рамках специализированных государственных фондов вследствие благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, которая наблюдалась в прошлые годы. Указанные ресурсы представляют собой стратегический источник финансирования и служат базой для решения государством вышеобозначенных задач. Эффективное распределение бюджетных средств между заинтересованными сторонами, на наш взгляд, целесообразно осуществлять через государственные инфраструктурные финансовые институты, которые будут привлекать данные финансовые ресурсы в результате прямого вклада в их уставный капитал со стороны уполномоченных государственных структур (например, Федерального агентства по управлению государственным имуществом).

В роли государственных инфраструктурных финансовых институтов (ГИФИ) выступают кредитно-финансовые учреждения, контролируемые государством, приоритетным направлением деятельности которых является предоставление финансирования для реализации крупных инвестиционных проектов в промышленности и инфраструктурных отраслях. Целесообразно привлечение ГИФИ в качестве агента государства при осуществлении внешнеэкономической экспансии. Данное направление деятельности приобретает особую актуальность в свете резкого падения стоимости производственных активов за рубежом в связи с глобальным финансово-экономическим кризисом, что открывает возможности для проникновения российского бизнеса на закрытые для него до недавнего времени западные рынки. В настоящее время государство обладает значительными финансовыми ресурсами, которое оно готово потратить, в том числе и на приобретение целевых активов за границей, используя в качестве операторов реализации сделок слияния и (или) поглощения (M&A) соответствующие государственные финансовые институты (пример попытки приобретения Сбербанком России доли в немецком концерне Opel). В дальнейшем предполагается продажа пакетов акций непрофильных активов в пользу заинтересованных отечественных компаний с получением определенной нормы прибыли. Перечень основных российских государственных инфраструктурных финансовых институтов включает ГК «Внешэкономбанк», Сбербанк России, Банковскую группу — ВТБ, Газпромбанк.

В текущих условиях глобального финансово-экономического кризиса ключевым направлением деятельности государственных инфраструктурных финансовых институтов на финансовом рынке РФ остается предоставление денежных средств российским промышленным и инфраструктурным предприятиям для реализации последними масштабных инвестиционных проектов, критически значимых для их успешного функционирования в будущем. Среди основных преимуществ ГИФИ в данной сфере деятельности можно указать следующие:

- государство в роли контролирующего акционера ГИФИ гарантирует выполнение собственных обязательств кредитно-финансовых учреждений;
- обеспечивает сбалансированную структуру активов и пассивов: лидирующие позиции по величине активов и собственного капитала, наличие долгосрочных источников финансовых средств;
- находит доступ к бюджетным источникам финансирования;
- играет системообразующую роль на финансовом рынке Российской Федерации.

До момента восстановления ликвидности на финансовом рынке Российской Федерации основная нагрузка по удовлетворению потребности в финансировании отечественных компаний (прежде всего, отраслевых лидеров) ложится на государство в лице государственных инфраструктурных финансовых институтов. Ниже представлены возможные механизмы финансирования через ГИФИ:

а) акционерное финансирование (выкуп дополнительной эмиссии акций компаний);

б) долговое финансирование:

- предоставление кредитов компаниям по ставкам ниже рыночных;
- выкуп инфраструктурных облигаций компаний (целевое привлечение средств на реализацию инфраструктурных проектов);

в) смешанное финансирование:

- проектное финансирование;
- создание государственных отраслевых инвестиционных фондов.

Вариант акционерного финансирования предполагает непосредственное вхождение государства в лице ГИФИ в уставный капитал целевой компании, испытывающей проблемы с привлечением финансирования в необходимом объеме, путем выкупа государственным инфраструктурным финансовым институтом дополнительной эмиссии акций. В случае приобретения финансовым институтом доли в акционерном капитале, предоставляющей возможность осуществлять эффективный контроль над предприятием, фактически имеет место быть своеобразная форма национализации, проведенной на рыночных условиях. В будущем ГИФИ имеет возможность реализовать одну из следующих стратегий в отношении непрофильного актива:

- продажа пакета акций в пользу частного стратегического инвестора (в том числе нерезидента) по цене, превышающей стоимость приобретения, что предполагает извлечение прибыли от проведенной операции;

- консолидация акций целевого актива в государственной собственности с целью сохранения эффективного контроля над компанией в будущем (акционером остается непосредственно ГИФИ или пакет акций вносится в качестве вклада в уставный капитал другой консолидирующей государственной структуры).

Сильной стороной данного механизма финансирования является то, что компания-реципиент напрямую получает финансовые ресурсы от ГИФИ для реализации инвестиционной программы и (или) рефинансирования текущей задолженности, и при этом не возникает никаких дополнительных обязательств по возврату привлеченных средств, более того, происходит уменьшение финансового рычага. Вместе с тем существует вероятность возникновения конфликта интересов с действующим собственником компании, который может заблокировать решение о дополнительной эмиссии акций, если в результате ее проведения он теряет контроль над активом. Однако, учитывая объективные трудности в экономике, решение принимается, как правило, в пользу вхождения государства в лице ГИФИ в капитал компании и сохранения базового уровня загрузки предприятия с целью обеспечения социальной стабильности в соответствующем регионе страны. Особенно это актуально для так называемых моногородов, где большинство местного населения занято на одном производстве. Таким образом, экономические решения принимаются с учетом влияния социально-политических факторов.

В отличие от варианта с выкупом акций механизм долгового финансирования предполагает осуществление государственными инфраструктурными финансовыми институтами непосредственно профильных для них операций: аллокации финансовых ресурсов посредством предоставления заемных средств компаниям реального сектора экономики, испытывающим на настоящий мо-

мент времени дефицит в источниках финансирования их текущей операционной и инвестиционной деятельности. Реализация данного механизма финансирования через ГИФИ подразумевает использование одного из следующих инструментов: льготное кредитование и (или) выкуп инфраструктурных облигаций целевых компаний, претендующих на получение государственной поддержки.

В докризисный период крупные российские корпорации не испытывали никаких проблем с привлечением значительных средств на западных рынках заемного капитала. Причем существенная доля привлеченных кредитов рефинансировалась на постоянной основе с учетом сложившихся низких процентных ставок. На внутреннем рынке российские банки также успешно наращивали объемы кредитования, активно используя в качестве дополнительных источников средств относительно дешевые зарубежные межбанковские заимствования. В нынешних условиях возможности рефинансирования на приемлемых условиях практически отсутствуют, и многие отечественные предприятия оказались на грани дефолта, поскольку крупные инвестиционные проекты уже были запущены, но пока еще не достигли той стадии реализации, когда генерируются денежные потоки в достаточных объемах для погашения привлеченных долговых обязательств. В результате ставится под угрозу срыва заявленная руководством страны программа модернизации отечественной экономики и, как следствие, возможно дальнейшее увеличение разрыва в развитии науки и техники между Российской Федерацией и передовыми странами (США, Япония, Финляндия и др.), что будет иметь своим следствием снижение конкурентоспособности отечественных компаний. Подобный сценарий развития тем более неприемлем в условиях глобального финансово-экономического кризиса, когда происходит трансформация всей мировой экономики и на первый план выходят инновационный тип развития и широкое применение новейших технологий во всех отраслях экономики.

На фоне мировой рецессии именно государство выступает в роли главного инвестора в НИОКР и развитие инфраструктуры, а также оказывает необходимую финансовую поддержку российским компаниям — отраслевым лидерам. Это происходит через механизм предоставления льготных кредитов со стороны государственных инфраструктурных финансовых институтов по ставкам ниже рыночных в пользу соответствующих реципиентов. При всех положительных сторонах данного подхода распределения «дешевых» государственных средств существует риск того, что отечественные компании не смогут вернуть даже эти льготные кредиты в случае затягивания кризисных процессов. С учетом того, что государство в любом случае не будет банкротить вовлеченные в программу стимулирования предприятия, на балансе ГИФИ может сформироваться значительная величина так называемых плохих долгов, что отрицательно скажется на их деятельности с точки зрения финансовой устойчивости. Это несет потенциальную угрозу для всего финансового рынка Российской Федерации, поскольку ГИФИ — это его системообразующие элементы, а государственные источники финансирования не безграничны.

Гораздо более предпочтительным выглядит применение механизма выкупа инфраструктурных облигаций. В классическом варианте инфраструктурная облигация представляет собой обыкновенную облигацию, где гарантом погашения выступает государство, а привлеченные средства используются целевым образом на реализацию конкретных инфраструктурных проектов. В случае, когда весь облигационный выпуск приобретает государственным инфраструктурным финансовым институтом, получается, что государство фактически выступает гарантом само перед собой. Поэтому в такой ситуации представляется целесообразным дополнить параметры эмиссии опцией конвертации облигаций

в акции при нарушении заемщиком условий погашения. Таким образом, достигается двойной положительный эффект. Во-первых, осуществляется целевое привлечение средств на все тех же льготных условиях, при этом государственный инфраструктурный финансовый институт выполняет профильные для себя операции. Во-вторых, при наступлении дефолта по облигационному выпуску ГИФИ получает в собственность акции предприятия, а не «проблемную задолженность» на своем балансе. Более того, в зависимости от условий конвертации и величины задолженности существует вероятность перехода контроля над компанией от текущего частного собственника в пользу государственной структуры, что позволит осуществить смену менеджмента и произвести реструктуризацию бизнеса для повышения эффективности операционной деятельности. В дальнейшем после восстановления фондовых рынков ГИФИ сможет реализовать данные пакеты акций частным стратегическим инвесторам по цене, предполагающей получение заданной нормы прибыли по сделке в целом.

Общеизвестно, что в мировой практике для реализации масштабных и капиталоемких проектов уже несколько десятилетий активно используется проектное финансирование. Российские компании, постепенно интегрируясь в мировое экономическое пространство и в связи с исчерпанием источников обеспечения «восстановительного роста», неизбежно сталкиваются с потребностью в реализации проектов, аналогичных по своей сложности и масштабности с теми, что осуществляются их конкурентами на мировых рынках. Поэтому проектное финансирование (ПФ) становится потенциально все более востребованным и необходимым в России и поэтому возможность его полноценного применения существенна для развития российских компаний, а в конечном счете и для развития экономики страны в целом. Подчеркнем, что механизм ПФ обладает необходимым потенциалом для совершенствования путем трансформирования классических схем реализации инвестиционных проектов на основе ПФ. Это приобретает особенное значение в условиях глобального финансово-экономического кризиса и с учетом наличия исходных специфических черт российского рынка.

Проектное финансирование понимается нами как механизм смешанного финансирования, поскольку здесь предлагается модифицированная схема финансового обеспечения инвестиционных проектов на основе ПФ с привлечением в качестве ключевого участника государственного инфраструктурного финансового института. Прежде чем перейти непосредственно к рассмотрению самой схемы, вначале приводится авторское определение метода проектного финансирования, поскольку внутри нашей страны данный механизм периодически понимается и трактуется недостаточно корректно.

Итак, проектное финансирование представляет собой такой способ организации долгосрочного финансирования крупномасштабного инвестиционного проекта, при котором для реализации данного проекта его инициаторами создается новая юридически обособленная компания — проектная компания (SPV). При этом максимально формализуются будущие, генерируемые такой компанией денежные потоки, которые являются основным обеспечением для обслуживания и возврата привлеченных SPV средств, а распределение рисков проекта осуществляется между сторонами, вовлеченными в процесс его реализации и в наибольшей степени готовыми к покрытию того или иного риска с возможным привлечением международных финансовых институтов (МФИ). Ниже представлена модифицированная схема организации проектного финансирования с участием ГИФИ (рис. 1), ориентированная в первую очередь на российские сырьевые корпорации, занятые в добыче и реализации газа и нефтепродуктов.

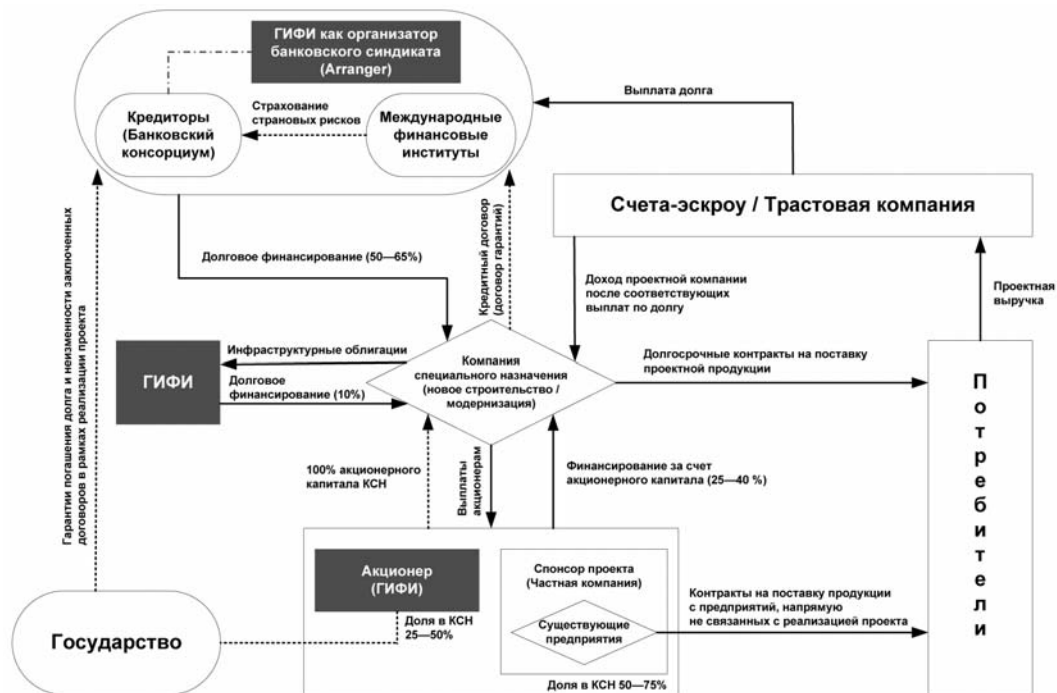


Рис. 1. Схема организации проектного финансирования с учетом ГИФИ

Государственный инфраструктурный финансовый институт может выполнять одну из двух ключевых ролей в данной схеме финансирования (или одновременно обе). Во-первых, ГИФИ привлекается в качестве спонсора проекта его инициатором (частной компанией) для предоставления акционерного финансирования. Привлечение государственной организации в качестве участника проекта обеспечит дополнительную стабильность с той точки зрения, что у контролирующих госорганов не должно возникнуть неожиданных претензий, связанных с лицензированием или экологическими требованиями, что недавно имело место в рамках проекта «Сахалин-2». Для того чтобы финансовый институт был заинтересован в участии в проекте, спонсорам придется как минимум предоставить блокирующий пакет (25%) в уставном капитале SPV. С другой стороны, присутствие государства в лице ГИФИ придает дополнительные гарантии устойчивости проекту, что, скорее всего, найдет свое отражение в более низкой ставке долгового финансирования со стороны консорциума частных банков.

Во-вторых, государственный инфраструктурный финансовый институт выступает в качестве основного источника долгового финансирования, которое покрывает более 60% общих потребностей в денежных средствах. ГИФИ может приобрести весь выпуск инфраструктурных облигаций, которые эмитируются компанией специального назначения, и (или) организовать предоставление синдицированного кредита от пула частных банков с привлечением международных финансовых институтов, таких как Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) или Международная финансовая корпорация (МФК). МФИ осуществляют покрытие политических рисков, что позволяет коммерческим кредиторам не увеличивать значительно цену заемного капитала. При осуществлении инвестиций с применением инструментария ПФ долг остается основным источником финансирования проекта даже в российских условиях, где,

как правило, доля собственного капитала в финансировании значительно выше по сравнению с аналогичными проектами на Западе<sup>1</sup>, что связано с повышенными рисками. Залогом успеха реализации проекта является привлечение долгового финансирования в требуемых объемах и по соответствующей ставке.

Финансирование инфраструктурных проектов (в том числе через схемы ПФ) является непосредственной специализацией ГИФИ, однако в условиях глобального финансово-экономического кризиса, когда риски своевременной оплаты/осуществления поставок необходимых материалов в срок чрезвычайно высоки, для успешной реализации проекта требуется достаточно сложная система взаимных контрактных отношений, а также прозрачный инструментарий управления формализованными денежными потоками. Ключевыми элементами описанной схемы, позволяющими эффективно управлять рисками в рамках ПФ с учетом российской специфики, являются следующие:

- «параллельный денежный поток (CF)», т. е. денежный поток одновременно генерируется как в рамках самой проектной деятельности, так и в рамках деятельности, непосредственно не связанной с реализацией данного проекта. Выручка по данным контрактам будет выступать в качестве источника погашения задолженности до тех пор, пока проектная компания не выйдет на необходимый для обслуживания долга уровень производства;
- использование трастовой компании (или счетов-эскроу), которая самостоятельно управляет денежными потоками, распределяя их между кредиторами и спонсорами проекта. Это выступает дополнительной гарантией кредиторам, что выручка, полученная от реализации проектной продукции, будет направлена в первую очередь на погашение задолженности.

Одним из наиболее перспективных механизмов финансирования отечественной экономики через ГИФИ представляется создание специализированных государственных отраслевых инвестиционных фондов (ГОИФ). Как известно, сложившаяся ситуация на мировом финансовом рынке привела к существенному снижению капитализации предприятий практически во всех ведущих отраслях России. Например, если говорить об электроэнергетике, то рыночная стоимость 1 кВт установленной мощности сейчас составляет в среднем около 130 долл. США. В то время как фундаментальная стоимость этих предприятий оценивается в 500—600 долл. США за 1 кВт установленной мощности. Подобная картина недооценки российских активов в разы свойственна всем ключевым отраслям экономики (электроэнергетика, машиностроение, добыча природных ресурсов, инфраструктура и др.). Кроме того, текущее положение усугубляется внешней конъюнктурой на финансовых рынках, которая характеризуется, как уже было сказано выше, резко возросшей стоимостью кредитных ресурсов.

Таким образом, существует реальная угроза срыва масштабных инвестиционных программ, запланированных российскими корпорациями — отраслевыми лидерами, а значит, риск замедления темпов экономического роста в стране в среднесрочной перспективе. В условиях глобального финансово-экономического кризиса это означает затягивание рецессии на продолжительный период и развитие депрессионных настроений в экономике Российской Федерации. С учетом роли базовых отраслей в обеспечении экономического роста в настоящее время требуется создание механизма, который позволит:

- системно оптимизировать инвестиционные программы с целью их синхронизации с корректируемыми темпами экономического роста;

<sup>1</sup> Отношение заемных средств к собственному капиталу в России составляет примерно 60—75% к 25—40%, тогда как в развитых странах Запада — 95—80% к 20—5%.



- определить средства на покрытие дефицита финансовых ресурсов предприятий;
- усилить акционерное государственное влияние на базовые отрасли;
- нивелировать риски предъявления акций целевых компаний — отраслевых лидеров к продаже со стороны финансовых институтов на фондовом рынке для предотвращения дальнейшего падения их котировок;
- обеспечивать краткосрочные финансовые потребности предприятий (в целях закупки производственных ресурсов и т. д.);
- сформировать условия для роста стоимости предприятий и стоимости чистых активов создаваемого государственного фонда, что в конечном счете позволит государству как основному акционеру этого фонда перекрыть затраты на кредитование предприятий в среднесрочной перспективе.

Как уже отмечалось, оптимальным инструментом реализации данного механизма может стать государственный отраслевой инвестиционный фонд (ГОИФ). Инвестиционная стратегия фонда состоит в приобретении недооцененных активов в целевом секторе экономики (например, электроэнергетика) с целью реализации роста стоимости в средне- и долгосрочном периоде и предоставлении заемного финансирования по ставкам ниже сложившихся на рынке в текущей ситуации, что позволит увеличить стоимость бизнеса компаний, консолидированных в собственности фондовой ячейки. Также предполагается включение в капитал фонда активов из базовой отрасли, находящихся напрямую в собственности государства. В рамках своей деятельности ГОИФ будет тесно сотрудничать с соответствующим профильным министерством с целью реализации государственной стратегии в области систематизации капитальных вложений консолидированных компаний, определяющей специальные финансовые условия по стоимости источников финансирования инвестиционных программ. В результате данной кооперации будет осуществляться комплекс согласованных мероприятий по привлечению стратегических партнеров в капитал как головного фонда, так и на уровне отдельно взятых компаний. Схематично создание ГОИФ представлено на рис. 2.



Рис. 2. Структура создания ГОИФ

Государственные инфраструктурные финансовые институты создают специальную компанию (фондовую ячейку) путем вноса средств в акционерный капитал и предоставления долгосрочного заемного финансирования. В свою очередь, государственный отраслевой инвестиционный фонд: консолидирует доли в капитале предприятий из базовых отраслей экономики Российской Федерации; предоставляет заемное финансирование компаниям целевого сектора экономики на условиях лучше, чем сложившиеся на рынке в текущей ситуации; выкупает пакеты акций компаний целевого сектора экономики у действующих (продающих) акционеров с целью реализации роста стоимости в будущем. Технологически выкуп акций может реализовываться как путем биржевой скупки, так и путем прямых внебиржевых сделок с крупными держателями пакетов.

Применение инструментария формирования отраслевых фондовых ячеек основано на возможных преимуществах всех основных участников, включенных в реализацию данного механизма смешанного финансирования, включая государственные инфраструктурные финансовые институты. Создание государственных отраслевых инвестиционных фондов позволит государству:

- создать сбалансированную систему аллокации финансовых ресурсов с целью выполнения задач по обеспечению экономической стабильности в Российской Федерации;
- создать корпоративный механизм контроля и оптимизации инвестиционных программ системообразующих предприятий в соответствующих отраслях;
- использовать уникальную возможность на фондовом рынке для роста стоимости активов государственного фонда и роста рейтингов привлекательности отдельных активов.

Для компаний целевого сектора экономики создание ГОИФ сможет обеспечить:

- за счет преференциальных условий финансирования инвестиционных программ создание условий для опережающих темпов восстановления капитализации российских компаний по сравнению с зарубежными конкурентами;
- повышение привлекательности инвестиционных программ для акционеров и обеспечение их выполнения в намеченные сроки (финансирование по ставкам ниже рыночных); в результате определенный выигрыш будут иметь государственные инфраструктурные финансовые институты в плане оказания поддержки отечественному фондовому рынку;
- способствование устранению инфраструктурных ограничений экономического роста Российской Федерации; получение прибыли за счет роста стоимости приобретаемых активов и выхода из фонда в среднесрочной перспективе (2011—2013 гг.); за счет предоставления компаниям целевого сектора экономики кредитных ресурсов, конвертируемых в акции, создание предпосылок для увеличения государственного влияния в соответствующих отраслях в случае возникновения стратегической необходимости.

Таким образом, концепция формирования государственных отраслевых инвестиционных фондов может позволить государству решить в условиях глобального финансово-экономического кризиса ключевые задачи по поддержке ведущих отечественных предприятий в базовых отраслях экономики путем предоставления необходимых источников финансирования для реализации заявленных инвестиционных программ, имеющих своей конечной целью модернизацию российской экономики. Инструментарий создания отраслевых фондовых ячеек дает возможность государственным инфраструктурным финансовым институтам рассчитывать в среднесрочной перспективе на получение существенного дохода при продаже доли в целевых компаниях в пользу частных стратегических инвесторов. Рост стоимости чистых активов целевых компаний и, следовательно-

но, их капитализации будет обеспечен за счет реализации инвестиционных программ, направленных на модернизацию существующих и строительство новых производственных мощностей, при использовании льготного финансирования со стороны ГИФИ.

Каждый из рассмотренных выше вариантов имеет свои преимущества и недостатки в зависимости от конкретных целей, которые ставятся государством перед ГИФИ в рамках осуществления мероприятий по поддержке экономики России. По мнению автора, наиболее предпочтительным представляется использование инструментов долгового финансирования в виде инфраструктурных облигаций и формирование отраслевых инвестиционных фондов. Это связано в первую очередь с целевым распределением денежных средств, когда привлекаемое компаниями финансирование направляется на реализацию конкретных инвестиционных проектов, прежде всего в области инфраструктуры. Кроме того, активное участие ГИФИ при размещении облигационных выпусков в качестве основных покупателей оказывает дополнительное стабилизирующее воздействие на долговой рынок, способствуя оживлению финансового сектора Российской Федерации в целом.

В свою очередь, создание государственных отраслевых инвестиционных фондов позволит ГИФИ, выступая одновременно в качестве собственника и управляющей компании, реализовать широкий набор стратегий в отношении консолидированных пакетов акций отечественных предприятий. В зависимости от целевых установок государства финансовые институты могут рассматривать часть инвестиций как финансовые вложения, рассчитывая реализовать их с прибылью на фондовом рынке в среднесрочной перспективе, а часть — как стратегические капиталовложения при условии получения контроля над активами. В дальнейшем на базе отраслевых фондов в рамках единой корпоративной платформы могут быть сформированы крупные холдинговые корпорации с государственным участием в капитале, которые, опираясь на льготное заемное финансирование со стороны ГИФИ, будут обладать необходимым потенциалом и ресурсами для выхода на международные рынки, выдерживать конкуренцию с мировыми лидерами в соответствующих отраслях.

В арсенале у ГИФИ имеется широкий набор различных механизмов финансирования: от акционерного до долгового, включая такие комплексные и сложные инструменты, как метод «проектного финансирования» и создание государственных отраслевых инвестиционных фондов. Опираясь на ряд объективных преимуществ по сравнению с частными российскими кредитно-финансовыми учреждениями, которыми изначально обладают Внешэкономбанк или Внешторгбанк (системообразующая роль в банковском секторе Российской Федерации и доступ к бюджетным средствам), государственные инфраструктурные финансовые институты способны принять на себя роль основной движущей силы по выводу отечественной экономики из кризиса.