



ИЗВЕСТИЯ

списание на Икономически университет – Варна

<http://journal.ue-varna.bg>

**ДРУЖЕСТВАТА СЪС СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ
ЗА СЕКЮРИТИЗИРАНЕ НА ВЗЕМАНИЯ КАТО АЛТЕРНАТИВА
ЗА УЧАСТИЕ НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ
В ИНФРАСТРУКТУРНИ ПРОЕКТИ**

Красимира НАЙДЕНОВА¹

¹ Катедра Финанси, Икономически университет – Варна, България. E-mail: krassy_naydenova@ue-varna.bg

JEL G100**Резюме****Ключови думи:**

институционални инвеститори, дружества със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания, финансови инструменти, инфраструктурни инвестиции.

Българската икономика изисква приоритетно и мащабно инвестиране в инфраструктура, а възможностите на държавния бюджет са ограничени. Институционалните инвеститори управляват значителни ресурси, които могат да се включат във финансирането на инфраструктурните проекти, но при съблюдаване на строгите рестрикции, регулиращи дейността им. Рисковете при тези инвестиции са сериозни и тяхното оценяване е по-прецизно, след като проектът премине фазите на проектиране и началните строителни етапи. Целта на изследването е да изведе, на база на съществуващата нормативна уредба, възможности за включване на институционалните инвеститори в процеса на финансиране на инфраструктурните проекти. Дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания предлагат такива алтернативи за участие на институционалните инвеститори в рефинансирането на компаниите, изграждащи проектите, като едновременно осигуряват на инвеститорите професионална оценка на вземанията по договорите за изпълнение, по лихви и главници, институционално управление на рисковете и паричните потоци.

© 2017 Икономически университет – Варна

Цитиране: НАЙДЕНОВА, К. (2017) Дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания като алтернатива за участие на институционалните инвеститори в инфраструктурни проекти. *Известия. Списание на Икономически университет – Варна*. 61 (3). с. 214 - 227.

Въведение

Бързото развитие на наваксащата българска икономика изисква приоритетно и мащабно инвестиране в инфраструктура, а мястото на България в Европейския съюз налага поддържането на съвременен имидж и чрез прилагането на зелени технологии. Възможностите на държавния бюджет са ограничени, в същото вре-

ме институционалните инвеститори управляват значителен ресурс. Поради рестрикциите към тях, огромните фондове не могат да бъдат насочени пряко към финансирането на инвестициите в инфраструктура, включително зелена.

Разглежданият проблем е актуален поради две причини: необходимостта от големи инфраструктурни инвестиции за осигуряване на изпреварващ икономически растеж и наличността на огромни неизползвани ресурси при институционалните инвеститори. Поради рестрикциите, които регулират дейността на институционалните инвеститори в България и даденостите на националния капиталов пазар, техните фондове не могат да финансират пряко инфраструктурните проекти. Използването на механизмите на секюритизацията и финансовия инженеринг чрез дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания позволява решаването на посочените по-горе актуални проблеми.

Обект на материала е инвестирането в инфраструктура от страна на българските институционални инвеститори. Предмет на изследването е включването в процеса на дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания. Целта е да се посочи механизъм, чрез който институционалните инвеститори да получават достъп до процеса на финансиране на инфраструктурни проекти. Изследването се опитва да разреши следните задачи: да се установят причините, които изискват допълнителни финансови инструменти, за да се осигури включването на институционалните инвеститори, да се защити ролята на дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания и да се посочи механизъм за секюритизация на вземанията по облигационните емисии, банковите кредити и договорите за строителство и експлоатация на обектите, които се явяват първичните финансови инструменти.

Изследването стъпва на съществуващата нормативна база и посочва възможности, които вече съществуват в българското законодателство.

1. Недостатъчна инфраструктура и „спящи” парични фондове при институционалните инвеститори

Осигуряването на достъп до адекватна инфраструктура е основно изискване за бърз икономически растеж. Разликите в инвестициите и темповете на развитие на регионите около Пловдив, София и Бургас, от една страна, и Варна, от друга страна, е актуален пример. В допълнение, съвременните обществени и политически изисквания за екологично съобразяване на проектите, поставят и нови предизвикателства пред властите – вече не е необходимо само да се осигури инфраструктура, но тя трябва да отговаря и на изискванията да не замърсява

средата и да създава условия за възстановяване на природните ресурси. Проблемът се усложнява и поради нарастващите потребности от съвременна инфраструктура, самата тя продукт на новите технологии или опосредстващо звено за използването им. В този смисъл се очаква инфраструктурата да продължи да играе ключова роля в икономическото и социалното развитие и в бъдеще, тъй като значимостта на мрежовата икономика расте и обществото става все по-зависимо от широката гама на инфраструктурни услуги (Бенева, 2017).

Правителствата имат сериозни проблеми при финансирането на инфраструктурните проекти поради бюджетните дефицити, нарастването на държавните дългове като процент от БВП и често поради неспособността на публичния сектор да осигури ефективно инвестиране на публичните фондове. Тези причини водят до относително намаление на държавните средства, насочвани към инфраструктура (ОЕСД, 2015).

Според проучване на McKinsey (2012) финансирането на инфраструктурните проекти изисква изключително частни инвестиции поради нарастващите потребности. Докладът посочва, че необходимостта от въвеждане на нови съоръжения расте по-бързо от брутните продукти на държавите и съответните данъчни постъпления. Групата очаква необходимостта от инвестиции да нарасне от настоящите 3,8% в развитите страни до 5,6% от брутният продукт до 2020 година. Освен това, според доклад на Г20 (G20, (2013)), развиващите се страни ще трябва да инвестират допълнително един трилион долара ежегодно.

В условията на рестриктивни държавни бюджети и съществуването на важни сектори, които не получават достатъчно финансиране, включването на частния капитал в инфраструктурните инвестиции отдавна е на дневен ред.

Таблица 1

Важни инфраструктурни обекти в България

Вид	Обект	Стойност млн. лв.
жп обекти	София – Видин	5
	Свиленград	80
	София – Пловдив	2 015
	Пловдив – Бургас	325
	София – Драгоман	220
магистрала	Тракия	1 250
	Струма	3 300

К. Найденова. Дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания като алтернатива за участие на институционалните инвеститори в инфраструктурни проекти

	Хемус	1 560
	Черно море	550
	Марица	500
	Люлин	383
съоръжения	Дунав мост 2	510
	Общо в млн. лв.	10 698

Таблица 1 представя някои от най-важните инфраструктурни транспортни обекти, които правителството на България реализира или планира да реализира през последните години. В допълнение регионите имат своите приоритетни проекти, като например за Варна това са вторият мост над Варненското езеро и трасето Варна – Констанца, като част от коридора Констанца – Истанбул. Данните в таблицата са от сайтовете на Национална компания „Стратегически инфраструктурни проекти”, Уикипедия и финансовата преса, чрез Дневник и Профит.

Според Световната банка, частните инвестиции подобряват резултатите от инфраструктурните проекти във възникващите икономики и по-специално водят, както до нарастването на наличната инфраструктура, така и до по-висока операционната ефективност и по-равномерно разпределение на доходите сред различните обществени групи (Kessides, 2004). От друга страна, институционалните инвеститори, търсещи адекватна доходност при измерим риск, защита от инфлация и дългосрочен инвестиционен хоризонт, оценяват инфраструктурните проекти като подходящи.

Частните инвестиции в инфраструктурни проекти са възможни чрез няколко механизма: публично-частните партньорства, които представляват договорни споразумения, позволяващи на частния сектор да осигури публични блага срещу компенсации за участието; инструментите на приватизацията, като е възможно тя да е пълна или частична, т.е. да се пристъпи към отделяне на проекта от публичната собственост изцяло или да се предложи участие на частния сектор в една от фазите – проектиране, строителство, поддържане или експлоатация.

Съвременните бюджетни условия в България се характеризират с недостатъчни възможности на публичния сектор и сериозна капиталова наличност при институционалните инвеститори. Таблица 2 представя фондовете, с които българските институционални инвеститори разполагат през последните 10 години. Данните са систематизирани въз основа на информация от Българска народна банка и Комисията за финансов надзор. Според представената информация, свободните за инвестиции фондове в края на 2016 година доближават 90 млрд. лв.

Таблица 2

Активи на българските институционални инвеститори

Година	Колективни инв. схеми	Пенсионни фондове	Банкова система	Общо за годината
	активи млн. лв.	активи млн. лв.	депозити млн. лв.	
2007	911	2317	39 005	42 233
2008	326	2299	41 942	44 567
2009	383	3156	43 436	46 975
2010	479	3987	47 128	51 595
2011	786	4598	53 046	58 430
2012	816	5709	57 639	64 164
2013	981	6821	62 571	70 373
2014	1147	8165	63 825	73 137
2015	1143	9338	74 373	84 854
2016	1484	8999	78 585	89 068

Институционалните инвеститори имат и друга сериозна причина да търсят различни активи, към които да насочват фондове. Това е безпрецедентната, според Bean, Broda, Ito и Kroszner ((2015), по Бенева (2017)), настояща конфигурация на ниски реални лихви и ниска инфлация, за толкова продължителен времеви интервал. От двуцифрени стойности в края на 70-те и началото на 80-те години на миналия век, сега възвръщаемостта по дългосрочните ДЦК е под 2%. Изключително ниските нива на дългосрочните безрискови лихви в развитите икономики са необичайни. Аналогична е ситуацията и в развиващите се икономики, макар, че низходящият тренд отбеляза застой за времето около финансовата криза.

Привличането на частния капитал в инфраструктурните проекти има и друга важна цел в българското общество. Икономиката ни се характеризира с компенсиращото присъствие на държавата, водещо до „икономика на трансферите”, при която капиталът не се разпределя с характерната за пазарното стопанство алокативна ефективност (Аврамов, 2007). Привличането на българските инвеститори в процеса на финансиране и експлоатация на важните инфраструктурни обекти ще доведе до повече „пазарност” в обществените отношения.

Допълнителен ефект от привличането на институционалните инвеститори произтича от връзката „растеж - качество на функциите, доставени от финансова-

та система”, установена от Levine (1996). Като част от финансовата система, институционалните инвеститори и капиталовият пазар ще предложат нови източници на национален продукт, ако бъдат привлечени като участници в процеса.

2. Стандартни възможности за инвестициите в инфраструктура на институционалните инвеститори

Частното финансиране на инфраструктурните проекти включва, както банковото кредитиране, така и емисиите на облигации или акции. В някои от случаите се използват и инфраструктурни фондове, които съчетават публичния и частния капитал.

Ако компаниите, ангажирани с проектите, са публични, то емисиите се търгуват на регулиран пазар. Тогава институционалните инвеститори и останалите пазарни участници притежават стандартния достъп до финансовите инструменти, предложени от емитентите. В случаите, в които инфраструктурните компании не са публични или се финансират чрез банкови кредити, възможностите на пазарните участници (особено на поднадзорните лица) да купуват акции или облигации, са силно ограничени.

Българските институционални инвеститори са подложени на всички европейски регулации и рестрикции относно финансовите инструменти, които могат да държат в портфейлите си. Освен изискването емисиите да са публично търгувани, съществуват и прагове за концентрация на капитал в едно дружество. Допълнителен проблем е забраната за инвестиране във вземания, както и прякото или непрякото кредитиране на дейности.

Ограниченията при инвестициите на най-ресурсните и най-дългосрочните инвеститори – пенсионните фондове – са още по-сериозни. Участието им в конвенционалните схеми е на практика невъзможно, поради изискванията те да инвестират само в акции, приети за търговия на регулиран пазар на ценни книжа, в ипотечни облигации, издадени съгласно Закона за ипотечните облигации и приети за търговия на регулиран пазар на ценни книжа, в корпоративни облигации, приети за търговия на български регулиран пазар и в корпоративни облигации, издадени или гарантирани от банки с над 50 на сто държавно участие, с цел финансиране на дългосрочни и средносрочни инфраструктурни и инвестиционни проекти, които ще се листват.

Световната практика предлага няколко допълнителни стандартни възможности за участие на институционалните инвеститори във финансирането на инфраструктурни проекти. Това са:

- компаниите, създадени с цел инвестиране в книжа, носещи фиксиран доход (YieldCo). Те инвестират в облигационните емисии на дружествата, изграждащи инфраструктурните обекти; проблемите, възникващи при инвестирането в подобни компании, са свързани с изискването за огромен капитал, трудностите при управлението им (няма специфични изисквания към мениджмънта като при дружествата със специална инвестиционна цел), данъчното облагане, липсата на задължение за разпределяне на печалбата и възможното третиране на компанията като нерегулиран инвеститор за собствена сметка по занятие – по законите за финансовите конгломерати и за колективните инвестиционни схеми;

- множество компании за отделните проекти, които да емитират облигационни емисии – проблемите при тях възникват поради ниската вероятност те да са публични, както и от възможността да се финансират с кредити.

Сериозните проблеми на инфраструктурните инвестиции произтичат от генезиса на финансирането на тези проекти. Рисковете, съпътстващи подобни дългосрочни инвестиции, са свързани с предварителните оценки на пазарното търсене и предлагане, проблемите по експлоатацията, рисковете поради обкръжаващата среда, поддържането на инфраструктурата, непредвидените обстоятелства (форс мажор), проблемите, свързани с изграждането на големи обекти, инженерните решения, проблемите, произтичащи от участниците в проектите (един от тях е държавата, представена от политическата власт: често общините също са фактор, а общественото мнение е особено важно), финансовите рискове, свързани с лихвения процент по кредитите, валутните курсове и финансиращите синдикати, правният и регулаторният риск, политическият риск (Tinsley, 2000).

Политическият риск има особено значение, тъй като решенията на правителството или общините могат да доведат до спиране на проектите преди да са завършени, прекратяване на експлоатацията, промяна на ценовите условия, забавяне на процедурите по отчуждаване на частни имоти, промени в регулативната база, промени в данъчните закони. В случаите на неработеща съдебна система и неефективни институции, тези рискове могат да са в основата на фалита на компаниите, изпълняващи или експлоатиращи инфраструктурата. Като част от политическия риск се приема и общественото недоверие към ситуация, в която важни инфраструктурни обекти се оказват в частни ръце (Kim, Little). Допълнителен проблем е и институционалният капацитет, който се изисква, за да се гарантират процедурите по подготовката на обектите, завършването и експлоатацията им, както и да се позиционират частните компании в полето на публичните блага по начин, неконфрнтиращ се с общественото мнение.

Развитите икономики, имащи на разположение ликвидни капиталови пазари, решават проблемите чрез създаването на нови сегменти за инфраструктурни активи. За разлика от тях, възникващите пазари са твърде малки и неликвидни. Това не им позволява да развият подобни специфични инвестиционни инструменти, така, че те да са привлекателни за инвестиционната публика (Inderst, Stewart (2014)).

3. Алтернативна възможност за участие на институционалните инвеститори в инфраструктурните проекти

Регулациите относно портфейлите на институционалните инвеститори са ограничаващ фактор, независимо от критичната необходимост от нарастване на инвестициите в инфраструктура. Допълнително различните категории риск, и по-конкретно политическият, институционалният и правният, привнасят високи нива на несигурност, особено в дългия период на проектиране и изграждане на обектите.

Според Inderst и Stewart (2014) ключът към успешното привличане на институционалните инвеститори в инфраструктурните проекти на възникващите пазари е изолирането, отделянето и пакетирането на рисковете така, че пазарните участници да имат възможност (особено от гледна точка на регулациите и на оценката на риска) да се включат. Добре проектираните финансови инструменти за инфраструктурното финансиране, според тях, помагат да се постигне целта, като в същото време създават прогнозируема среда. Точно тази среда прави възможни инвестициите, за които се изискват дългосрочност, ликвидност, доходност, защита от инфлация и приемлив риск.

Участието на частния сектор в изграждането и експлоатацията на големи инфраструктурни обекти изисква ангажирането на значителен капитал. Източниците на този капитал са собствените средства, банковите заеми (включително синдикираните – поради големия размер на инвестициите) и емисиите на акции и облигации. Докато процедурите по листване на дружествата (Going Public) са оправдани, ако ангажираните компании са няколко и са големи, то включването на множество участници означава, че те ще останат непублични и няма да се ползват от предимствата на финансирането чрез регулиран пазар. Самата възможност за финансиране с кредити също изключва капиталовия пазар като източник на средства за обектите. При третия източник на капитал – финансирането със собствени средства, не са необходими външни фондове.

Облигационните емисии (частни или публични) дават възможност за включване на множество пазарни участници при набирането на капитал, както и за прилагането на инструментариума на секюритизацията. Финансирането на

отделните партньорства за изграждане на инфраструктура по този начин може да се извърши чрез дългосрочни дългови книжа, с отложени купонни плащания (за да се даде възможност обектът да започне да генерира приходи), както и с облигации тип вечна рента. Важно предимство на тези дългови инструменти е разглеждането им като съвкупност от парични вземания – за главницата на дълга и за дължимите лихви по дълга.

Финансирането на отделните партньорства с банкови кредити също може да бъде възможност за прилагането на методите на финансовия инженеринг, като дължимите плащания по кредитите се разглеждат като вземания, съответно по главницата и по дължимите лихви.

Отделянето на купоните от дължимата главница по дълга не е новост за капиталовия пазар. Процесите са известни като *strips* и представляват разделяне на паричния поток от заемите в пула, с цел създаване на няколко ценни книги, всяка от които осигурява доход на своя притежател, състоящ се от определен процент от плащанията по главницата, лихвата или комбинация между двете. Финансовата теория дели тези потоци на два вида: *Interest only*, при които определен клас от инвеститори получава само парични потоци от изплащаната лихва по заемите от пула; *Principal only* – определен клас от инвеститори получава само парични потоци от изплащаната главница по заемите от пула. Докато отделянето на двете вземания по облигационните емисии е предмет на финансовите иновации и инженеринг, то отделянето на вземанията по главницата на банковия кредит и лихвите по него са възможни чрез цесии, които да конкретизират държателя на всяко от вземанията.

Финансирането със собствени средства също е опция за инфраструктурните компании. В тези случаи те разполагат с възможността да рефинансират инвестициите си чрез продажба на вземанията си по договорите за строителство или експлоатация. Фактът, че страна по тези договори са държавни и общински органи, значително повишава доверието в активите, предмет на секюритизация.

В началния етап на финансиране и изграждане на инфраструктурните обекти рисковете от всички категории са най-високи, а оценяването им е затруднено от липсата на достоверна информация, включително за бъдещите обществени нагласи и политически решения. Изчислението на пазарната стойност на подобен дълг в такъв момент на проектите ще доведе до изключително ниски стойности на книгата, съответно ще намали рязко предлагането им за институционалните инвеститори.

В този смисъл е важно да се предвиди възможност за финансиране и рефинансиране на два етапа. В първия етап инфраструктурните компании ще привлекат капитал чрез избран от тях способ – банков кредит или емисия на акции

или облигации, включително частна, могат да инвестират и собствени средства. Във втория етап, този на рефинансирането (по-близък до експлоатацията, когато несигурността ще е значително по-ниска), рисковете ще са обективно оценяеми и цената на дълга ще бъде по-близко до справедливата си пазарна стойност.

Рефинансирането на инвестициите през втория етап може да се извършва чрез дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания. Именно те могат да предложат финансовите инструменти, с които да се изпълнят двете основни цели – капитал за инфраструктурните компании и възможност за включване на институционалните инвеститори. Допълнително тези дружества осигуряват и възможността за професионална оценка на рисковете, както и за отделянето на различни вземания, според спецификата на отделните класове несигурност.

Посочените по-горе възможности за отделяне на вземанията на инфраструктурните компании и на техните инвеститори и кредитори, са основни при опцията за включване на дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания. Тези компании работят при специална уредба, поднадзорни лица са и предлагат редица предимства, от които институционалните инвеститори биха могли да се възползват. На първо място, те са публични, акциите им се търгуват на регулиран пазар. Инвестициите им във вземания задължително се предхождат от оценка на активите по пазарни цени, като тази оценка взема предвид всички рискове по проектите на различните компании, чиито задължения по лихви и главници и вземания по договори са предмет на инвестицията. Дружествата не дължат корпоративен данък и имат законово задължение за разпределяне на 90% от печалбата, което осигурява ликвидност на акционерите им чрез ежегодните дивиденди. На последно място, тези дружества са професионални инвеститори и разполагат с инструментариума да увеличават капитала си при необходимост от допълнителни фондове за секюритизация.

4. Механизъм за включване на дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания в инфраструктурните инвестиции на институционалните инвеститори

Предлаганият механизъм не изисква компаниите, изграждащи инфраструктурни обекти, да са публични или да емитират дълг или собствен капитал на регулиран пазар. Те се финансират по избран от тях начин, включително чрез собствени средства, частни облигационни емисии или банкови кредити. В подхо-

дящ момент, след като перспективите пред инфраструктурния проект подлежат на обективна оценка, инвеститорите и кредиторите на изграждащите компании избират инвестиционен посредник, който да извърши реструктурирането на вземанията им. Реструктурирането на задълженията по банковите кредити и облигационните емисии ще раздели плащанията по тях на две различни вземания – по лихвите и по главниците.

Дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания инвестират във вземанията по лихви и главници, както на банките, финансирани обектите, така и на облигационерите, включително в непублични емисии. Тези инвестиции не могат да се извършат директно, тъй като дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания имат възможност да купуват единствено вземания, нефинансови инструменти като облигации. Това изисква да се извърши разделяне на облигациите на две различни вземания – по главницата и по лихвените плащания, както и разделяне на вземанията по банковите кредити също на две – отново по главницата и по лихвените плащания.

Описаният по-горе процес на разделяне на вземанията по лихвите и главниците е сложен и изисква инициатива от страна на кредиторите на инфраструктурните компании. Възможен е и по-къс път, а именно пряко рефинансиране на изпълнителите на проектите. Това е постижимо чрез продажба на вземанията на инфраструктурните компании по договорите за строителство или експлоатация на обектите. Тези договори се сключват от държавен или общински орган и вземанията по тях се приемат от инвеститорите като нискорискови. Това позволява на компаниите да не използват дълг и да управляват по-ефективно капиталовата си структура.

Пазарните участници (най-вече институционалните инвеститори) купуват акции на публично търгуваните дружества със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания, като по този начин изпълняват основните регулаторни изисквания към тях – инвестиции в листвани компании. Интересът към подобни инвестиции ще доведе до нарастване на търсенето на такива книжа. Чрез процедурите по увеличение на капитала на дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания, те ще привлекат допълнителен ресурс, който отново ще бъде включен в процеса на рефинансиране за инфраструктурните компании.

Базисните финансови инструменти са договорите за експлоатация или строителство, кредитите и непубличните облигационни емисии. Върху тях ще се формират вземанията по лихви, по главници и по договори за строителство

или експлоатация. Тези базисни инструменти притежават важни предимства, особено в сравнение със стандартните акции и облигации, търгувани на регулиран пазар. На първо място, инвестициите в неликвидни инструменти предоставят ниски корелации с другите класове активи (Inderst и Stewart, 2014), което значително понижава общия портфейлен риск. От значение са и премиите поради неликвидността на книгата, характерни особено за непублично търгуваните инструменти, което повишава възвръщаемостта на портфейлите (Amihud, Nameed, Kang, Zhang, 2015).

Заклучение

Необходимостта от приоритетно и мащабно инвестиране в инфраструктура, включително зелена, е обективна за България. В същото време модерните рестрикции, задължителни за институционалните инвеститори, не позволяват прякото им ангажиране с дългосрочни инвестиционни проекти в реалния, включително публичния, сектор. Възможностите, които предоставят дружествата със специална инвестиционна цел за секюритизиране на вземания, разширяват алтернативите пред институционалните инвеститори, като същевременно добавят нови перспективи при финансирането и подобряването на инфраструктурната среда.

Материалът посочва механизъм за реструктуриране и секюритизиране на вземания, като базови активи са договорите за строителство и експлоатация, банковите заеми и облигационните емисии. Механизмът не изисква промяна във вече съществуващи нормативни документи или създаването на нови. Този подход генерира редица положителни ефекти, както за кредиторите и инфраструктурните компании, така и за всички пазарни участници. Основните са:

- рефинансиране на кредиторите на инфраструктурните компании;
- рефинансиране на самите инфраструктурни компании, независимо дали ползват външно финансиране;
- реструктуриране на дълга на тези компании, включително промяна на падежа и структурата на плащанията;
- инвестиционни възможности за всички инвеститори, особено за институционалните;
- нарастване на търсенето и предлагането на финансови инструменти, емитирани с цел финансиране на инфраструктура;
- нарастване на възможностите за емитентите и инвеститорите, нарастване на интереса към капиталовия пазар и повишаване на ликвидността.

Инвестициите в инфраструктура предоставят нови възможности за институционалните инвеститори. Освен, че са дългосрочни, те прибавят към профила им и социална отговорност. Ако инвестициите са в зелена инфраструктура, допълнително предимство е и желаният от много от тях съвременен имидж, който привлича нов тип клиенти.

Част от интереса на институционалните инвеститори към инфраструктурните инвестиции се дължи и на слабото представяне на фондовите и облигационните пазари през последните десет години, като това се отнася и за възникващите. Институционалните инвеститори са натоварени с множество очаквания и сред тях адекватната доходност заема важно място. Докато високата възвръщаемост е стандартна цел за управляващите дружества, то тя е още по-важна за пенсионните фондове, поради обществената им отговорност.

Литература

1. Аврамов, Р. *Комуналният капитализъм*, том 1. Център за либерални стратегии, <http://cls-sofia.org/bg/books/communal-capitalism-23.html>, 2007, с.30-777.
2. Бенева, М. (2017) *Зелените инвестиции на частните пенсионни фондове*. Катедра „Финанси”, ИУ Варна.
3. Закон за дружествата със специална инвестиционна цел
4. Закон за колективните инвестиционни схеми
5. Кодекс за социално осигуряване
6. Amihud, Y., Nameed, A., Kang, W., ZHANG, H. (2015) The illiquidity premium: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 117, 2, pp. 350 – 368.
7. Bean, C., Broda, C., Ito, T., Kroszner, R. (2015) Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates. *Geneva Reports on the World Economy* 17.
8. G20 (2013) *Demand for Long-term Financing of Infrastructure*, Issues Note 7
9. Inderst, G., Stewart, F. (2014) Institutional Investment in Infrastructure in Developing Countries: Introduction to Potential Models. *Policy Research Working Paper* 6780, p.12.
10. Kessides, I. N., (2004) Reforming Infrastructure: Privatization, Regulation, and Competition. *World Bank Policy Research Report*, (co-publication with Oxford University Press).
11. Kim, M. Understanding and Mitigating Political Risks of Public-Private Partnerships in U.S. Infrastructure. www.SSRN.com

12. Levine, R. (1996) Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda. *The World Bank Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division*, pp. 5-84.
13. Little, G. R. The Emerging Role of Public Private Partnerships in Mega-project Delivery. *www.ssrn.com*.
14. McKINSEY GLOBAL IINSTITUTE (2012): *The Future of Long-term Finance: Backup Material, Report for Group of Thirty*.
15. OECD (2015), *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*, *www.oecd.org*.
16. Tinsley, R. (2000) Advanced Project Financing: Structuring Risk. *The U.K. Euromoney Book*.
17. *www.bnb.bg*
18. *www.dnevnik.bg*
19. *www.fsc.bg*.
20. *www.ncsip.bg/*.
21. *www.profit.bg*
22. *www.wikipedia.org*.

RECEIVABLES INVESTMENT TRUSTS AS AN ALTERNATIVE FOR THE PARTICIPATION OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN INFRASTRUCTURE PROJECTS

Krasimira Naydenova

Abstract

The Bulgarian economy requires priority and scale infrastructure investment in the conditions of limited state funds. Institutional investors manage significant resources that can be included in the financing of infrastructure projects, but respecting the strict restrictions governing their activities. The infrastructure projects risks are serious and their assessment is more precise after the design phases and the initial construction stages.

The aim of the survey is to draw on the existing legal framework opportunities for involving institutional investors in the process of financing infrastructure projects. Receivables investment trusts offer such alternatives for institutional investors to refinance the companies building the projects while providing investors with professional valuation of claims under performance contracts, interest and principal, institutional management of risks and cash flows.

Key words: *institutional investors, investment trusts, securitization of receivables, financial instruments, infrastructure investments.*