

## Финансирование ГЧП\* PPP Financing

А. АХМАДЕЕВ

Ахмадеев Амир Муллагалеевич, д-р экон. наук, профессор кафедры «Инновационной экономики» Института экономики, управления и бизнеса Уфимского университета науки и технологий. E-mail: amir.ahmadeev@mail.ru

*Мировая тенденция к приватизации экономики, в том числе и приватизации выполнения государственных задач, способствует все большей распространенности процессов взаимодействия государственно-го и частного секторов. Государственно-частное партнерство (ГЧП), как один из способов выполнения общественных задач, связано с возможностью получения, в результате реализации данного проекта, преимуществ для общественного интереса. Источником этих преимуществ является участие в ГЧП частного сектора с его капиталом, знаниями, навыками и опытом. Необходимым условием для их получения является адекватное (оптимальное) распределение венчурных рисков между государственным сектором и частными инвесторами в соответствии с их подготовкой к контролю над конкретными видами риска.*

**Ключевые слова:** инвестиции в государственные проекты, ГЧП, финансирование ГЧП, финансирование проектов.

*The global trend towards privatization of the economy, including the privatization of government tasks, contributes to the increasing prevalence of processes of interaction between the public and private sectors. Public-private partnership (PPP), as one of the ways to accomplish public tasks, is associated with the possibility of obtaining benefits for the public interest as a result of the implementation of this project. The source of these benefits is the participation in public-private partnerships of the private sector - with its capital, knowledge, skills and experience. A necessary condition for obtaining them is an adequate (optimal) distribution of venture risks between the public sector and private investors in accordance with their preparation to control specific types of risk.*

**Key words:** investments in government projects, PPP, PPP financing, project financing.

### Основные положения

1. ГЧП в меняющихся в рыночных условиях требует постоянного совершенствования.
2. Динамичность развития ГЧП позволит уменьшить и стабилизировать стоимость финансирования проекта.
3. Реализация модели ГЧП является эффективным инструментом для повышения объема производства и обеспечения стабильности выпуска продукции.

### Введение

Целью данной статьи является анализ ГЧП как формы финансирования государственных инвестиций. Метод исследования, применяемый автором – это анализ отечественной и мировой литературы и тематическое исследование.

Ключевыми элементами сотрудничества в рамках ГЧП являются:

- сотрудничество государственного сектора с частным;
- договорной характер (в рамках гражданско-правовых отношений);
- целенаправленный характер: реализация проектов (строительство инфраструктуры, оказание услуг), традиционно выполняемых публичной стороной;
- оптимальное разделение задач;

\*Ссылка на статью: Ахмадеев А.М. Финансирование ГЧП // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2023. № 5. С. 4–10.

- разделение рисков;
- взаимная выгода.

### Методы

В статье использованы методы анализа реализации и деятельности института ГЧП в рыночных условиях.

### Результаты

Исследованы и обозначены сущность ГЧП, рассмотрены дополнительные финансовые механизмы и инструменты для повышения объемов инвестиционных вложений в проекты.

В литературе довольно часто упоминаются долгосрочные контракты как характерный элемент ГЧП. Договоры ГЧП часто заключаются на 30 и более лет.

Инвестиции в акционерный капитал осуществляются по принципу «первым пришел, последним ушел» – то есть любые убытки по проекту несут, в первую очередь, инвесторы в акционерный капитал, а кредиторы страдают только в том случае, если инвестиции в акционерный капитал потеряны. Это означает, что инвесторы принимают на себя более высокий риск, чем поставщики долговых обязательств, и поэтому требуют более высокой прибыли на свои инвестиции.

Цель акционеров проекта и их консультантов при разработке финансовой структуры обычно состоит в том, чтобы свести к минимуму стоимость финансирования проекта. Поскольку акционерный капитал дороже, чем заемные средства, акционеры проекта используют большую долю заемных средств для финансирования проекта. В каждой стране эта пропорция может варьироваться от проекта к проекту в зависимости от рисков, принимаемых на себя оператором ГЧП.

Финансовое моделирование проекта ГЧП позволит адаптировать обслуживание долга и ожидаемые дивиденды в соответствии с ожидаемым потоком средств, включая доходы от сборов с пользователей и государственных платежей, а также расходы на строительство и текущие расходы, а именно на техническое обслуживание и эксплуатацию [1, 34].

ГЧП в инфраструктуре обычно финансируются на проектной основе (в отличие от корпоративного финансирования). Это относится к финансированию, при котором кредиторы обращаются к денежным потокам инвестиций для погашения, не прибегая ни к долевым спонсорам, ни к государственному сектору для покрытия любого дефицита.

Такая схема имеет ряд преимуществ:

- снижает/изолирует финансовый риск инвесторов;
- обеспечивает более тщательное изучение проекта, анализ рисков, ведущий к изменению структуры проекта, снижению уровня риска и более правильному распределению рисков между сторонами.

Однако проектное финансирование также имеет много недостатков, в том числе:

- более сложные сделки, чем при корпоративном или государственном финансировании;
- более высокие транзакционные издержки (процесс должной осмотрительности, проводимый сторонами, приводит к более высоким затратам на разработку, которые могут составлять до 5–10 % от стоимости проекта);
- затяжные переговоры между сторонами;
- требование тщательного мониторинга и регулирующего надзора (в частности, в отношении потенциальных экспостулатских гарантий).

### Источники финансирования

Финансирование проекта может осуществляться из различных источников. Основными источниками являются собственный капитал, заемные средства и государственные субсидии. Финансирование из этих альтернативных источников имеет важные последствия для общей стоимости проекта, денежного потока, конечной ответственности и требований к доходам и активам проекта.

Собственный капитал предоставляется спонсорами проекта, правительством, сторонними частными инвесторами и за счет внутренних денежных средств. Поставщикам акций требуется целевая норма прибыли, которая выше, чем процентная ставка долгового финансирования. Это должно компенсировать более высокие риски, принимаемые инвесторами в акционерный капитал, поскольку они имеют меньшие права на доход и активы проекта [1, 46].

Кредиторы заемного капитала имеют преимущественное право на доход и активы проекта. Как правило, долговое финансирование составляет основную долю инвестиционных потребностей (обычно от 70 до 90 %) в проектах ГЧП. Распространенными формами долга являются:

- Коммерческий кредит;
- Мостовое финансирование;
- Облигации и другие долговые инструменты (для заимствования на рынке капитала);
- Субординированные кредиты.

Основными поставщиками финансирования проекта ГЧП являются:

- Инвестиции в акционерный капитал от промоутеров проекта и индивидуальных инвесторов;
- Национальные, а также иностранные коммерческие банки и финансовые учреждения;
- Инвесторы института;
- Рынки капитала;
- Международные финансовые институты.

Кредиты, предоставляемые национальными, а также иностранными коммерческими банками и другими финансовыми учреждениями, как правило, составляют основную часть заемного капитала для инфраструктурных проектов. Процентная ставка может быть фиксированной или плавающей. Займы обычно предоставляются на срок меньший, чем период реализации проекта. Часто два или более банков и финансовых учреждений участвуют в предоставлении заемщику кредита, известного как синдицированный кредит. Рефинансирование кредита требуется, когда кредиты предоставляются на срок погашения, меньший, чем срок реализации проекта.

Помимо коммерческих банков, международные и региональные финансовые учреждения, такие как Всемирный банк или Азиатский банк развития, часто предоставляют ссуды, гарантии или акционерный капитал для проектов в области инфраструктуры, финансируемых из частных источников.

Институциональные инвесторы, такие как инвестиционные фонды, страховые компании, взаимные фонды или пенсионные фонды, обычно располагают большими суммами для долгосрочных инвестиций и могут представлять собой важный источник финансирования инфраструктурных проектов посредством частного размещения или покупки облигаций.

### **Проектное финансирование без права регресса для ГЧП**

При проектном финансировании без права регресса выплаты кредиторам могут производиться только из доходов проектной компании без требования компенсации от долевых инвесторов.

Если следовать маршруту корпоративного финансирования, кредиторы предоставляют ссуды непосредственно материнской компании на основании ее кредитного рейтинга и баланса. В случае дефолта кредиторы имеют полное право обращаться к балансу компании, но их ссуда, как правило, не обеспечена конкретным активом. В проектном финансировании компания специального назначения (SPV) создается исключительно для владения активами проекта. SPV принадлежит инфраструктурной компании и другим долевым инвесторам. Кредиторы предоставляют кредиты SPV. Их обращение в случае дефолта ограничено денежными потоками, генерируемыми активами SPV, но не балансом, долевых инвесторов. С другой стороны, кредиторы, как правило, имеют обеспечение в отношении активов SPV [2, 27].

В целом, инвесторы предпочитают ограниченный регресс, потому что риск проекта ограничен долей, которую они вкладывают в компанию SPV. Стоимость долга, как правило, выше, но риск ограничен.

С точки зрения государственного сектора, если выбран путь проектного финансирования с ограниченным правом регресса, важно убедиться, что SPV не имеет слишком малой капитализации, то есть соотношение долг/собственный капитал не должно быть слишком высоким. В противном случае интересы инвесторов могут не совпадать с интересами государственного сектора, и достижение финансового закрытия может быть затруднено. Кроме того, проектное финансирование побуждает кредиторов сосредотачиваться на активах проекта ГЧП и их способности генерировать денежные потоки, подразумевая, что кредиторы будут лучше проявлять должную осмотрительность и что позже они могут создать дополнительный уровень защиты общественных интересов, осуществляя поэтапные меры в правах, чтобы гарантировать предоставление услуг в соответствии со стандартами.

С точки зрения кредиторов, проектного финансирования с ограниченным правом регресса часто бывает недостаточно. Как правило, им потребуется дополнительная кредитная поддержка со стороны акционеров компании ГЧП и/или третьих лиц. Страховые компании модели *monoline* (предоставляют гарантии эмитентам долга, часто в форме кредитных обертки, которые повышают кредитоспособность эмитента) широко использовались для этой цели до мирового финансового кризиса 2008 года. Иногда кредиторы запрашивают права вмешательства в случае неисполнения обязательств. Единственным недостатком схем полного регресса является потенциально длительный и сложный процесс возмещения ущерба, особенно если материнская компания инвесторов находится за границей [4].

Структуры корпоративного проектного финансирования без права регресса и с полным регрессом представляют структуры для корпоративного финансирования проектов с полным регрессом и без регресса. Эти два случая не являются единственными доступными структурами финансирования. Финансирование ГЧП на самом деле достаточно диверсифицировано. В некоторых странах с менее развитыми финансовыми институтами, где проектное финансирование не распространено, но где заказчики желают разработать хорошие механизмы ГЧП, инвесторы должны создать компанию ГЧП (SPV), которая затем получает кредиты под гарантии от компании ГЧП.

### **Как можно снизить стоимость капитала**

Стоимость капитала может быть снижена за счет рефинансирования проектов ГЧП после этапа их строительства.

Важно анализировать движение денежных средств по проекту, поскольку имеющиеся денежные средства используются для обслуживания любых долговых обязательств. Анализ осуществляется посредством разработки модели денежного потока. После того, как финансовая модель проекта разработана, можно проанализировать влияние альтернативных финансовых структур и влияние изменений значений других параметров на денежный поток.

Важнейшими компонентами модели денежного потока являются:

- Капитальные вложения;
- Терминальный денежный поток;
- Учетная ставка;
- Предположения о значениях параметров.

Капитальные вложения – это затраты на разработку проекта, независимо от источников финансирования. Типичными компонентами стоимости капитальных вложений являются: затраты на землю и обустройство территории, здания и все строительные работы, машины и оборудование, а также плата за технические, инженерные и другие профессиональные услуги.

Терминальный денежный поток – это денежные средства, полученные от продажи или передачи активов после прекращения или ликвидации срока действия договора ГЧП. В случае проекта ГЧП остаточная или трансфертная цена обычно согласовывается и включается в контрактное соглашение.

Ставка дисконтирования – это ставка, которая используется для расчета приведенной стоимости будущих денежных потоков. Часто это средневзвешенная стоимость капитала для проекта из разных источников.

Чтобы рассчитать будущие денежные потоки, также необходимо сделать допущения для значений важных параметров в течение срока действия проекта. Основные параметры, для которых необходимо принять значения, включают: процентные ставки и темпы инфляции, механизм ценообразования, спрос на товары и услуги, производимые в ходе реализации проекта, время строительства, метод погашения долга, график амортизации, налоговая структура, а также физический и технологический срок службы активов [5, 237].

Как субординированный долг помогает в долговом финансировании?

Доход, доступный для обслуживания долга, в первую очередь используется для удовлетворения требований старшей очереди. Если выручка все еще доступна, она затем используется для удовлетворения младших требований (субординированный долг, а затем собственный капитал). На приведенном ниже упрощенном примере показано, как это работает для снижения долговой нагрузки на проект.

	Количество	Коэффициент покрытия
Доход	1050 тыс. руб	
Основной инвестор	700 тыс. руб	$1050/700 = 1,50$
Младший инвестор	200 тыс. руб	$1050/(700+200) = 1,17$

По комбинированному требованию (если вся сумма кредита была одного типа, т. е. старший долг), коэффициент покрытия составляет 1,17, что в большинстве случаев считается низким и не дает права на получение более дешевых кредитов. Однако коэффициент покрытия значительно улучшается, если долг делится на две части: старший долг и подчиненный долг. Поскольку старший долг составляет лишь часть общего долга и имеет право первого требования на все доходы, доступные для обслуживания долга, его покрытие увеличивается до 1,5, и его кредитное качество будет улучшено. Кредитное качество очень важно для долгового финансирования. При хорошем кредитном рейтинге проект может найти более дешевое заемное финансирование.

Наличие субординированного долга помогает снизить риск для кредиторов с приоритетным долгом и позволяет спонсору проекта брать займы по более низким процентным ставкам. Однако поставщик субординированного долга берет на себя долю риска, если доходы не соответствуют требованиям по обслуживанию долга.

Из-за этой особенности субординированного долга в снижении денежной стоимости долга некоторые правительства предоставляют ссуды агентствам-исполнителям (в рамках программ государственной кредитной помощи) для улучшения кредитного качества старшего долга. Это снижает риск для кредиторов и помогает агентству-исполнителю получать кредиты по более низкой процентной ставке, снижая долговую нагрузку на проект.

Инфраструктурное финансирование требует инвестиций в течение гораздо более длительного периода, чем коммерческие кредиты. Однако типичным коммерческим кредиторам трудно работать с долгосрочными инвестициями, рассчитанными, например, на срок от 20 до 30 лет. Рынки капитала являются наиболее подходящими источниками для долгосрочных инвестиций в инфраструктурный сектор (для предложения как акционерного капитала, так и заемных средств). Таким образом, успешный рынок капитала очень полезен для процветающей программы ГЧП в стране.

Многие страны создали специальные финансовые учреждения для удовлетворения потребностей в долгосрочном долговом финансировании своих инфраструктурных секторов. Проекты государственно-частного партнерства, присуждаемые частным компаниям за разработку, финансирование и строительство, получают приоритетное финансирование от таких учреждений. Еще одна важная роль, которую играют такие финансовые учреждения, заключается в рефинансировании тех проектов частного сектора, которые изначально финансировались банками, и которым трудно получить долгосрочное финансирование для реализации инфраструктурных проектов.

Здесь можно отметить, что в странах с крупными программами ГЧП, в отличие от прошлого, внутреннее финансирование стало более распространенным, чем иностранные инвестиции. Ожидается, что эта тенденция сохранится и в будущем. Это сделало создание специальных институтов финансирования инфраструктуры, а также развитие внутреннего рынка капитала и инновационных финансовых инструментов, более важным. Одним из основных преимуществ внутреннего финансирования является то, что оно снижает риски, связанные с колебаниями курса местной валюты. Это также снижает обязательство страны разрешать репатриацию капитала и прибыли.

### **Перекрестное субсидирование в ГЧП**

ГЧП могут быть разработаны на основе перекрестного субсидирования между компонентами проекта, когда избыточные доходы, полученные от одного компонента, могут использоваться для компенсации дефицита другого компонента, чтобы сделать весь проект коммерчески самокупаемым. Модель развития железной дороги, используемая в Гонконге, является хорошим примером такой договоренности. В этой модели часть прибыли, полученной от развития недвижимости на землях в районе станций или вблизи них, а также вдоль полосы отвода железнодорожных транзитных маршрутов, используется для частичного финансирования железнодорожной системы. Политика дифференцированного ценообразования с целью перекрестного субсидирования может быть принята в проекте городских коммунальных услуг, примером могут служить промышленные и коммерческие пользователи проекта водоснабжения и канализации в Санкт-Петербурге.

### **Приобретение правительством услуг от имени бенефициаров**

Правительство может производить периодические платежи в фиксированной сумме или в зависимости от использования объекта, продукта или услуги по заранее установленной согласованной цене. Этот вариант является общим для социальной инфраструктуры, такой как школа, больница и другие общественные здания. Другим примером является теневое взимание платы за проезд по дорогам. Скрытые дорожные сборы – это платежи, производимые правительством частному оператору дороги, по крайней мере, частично, в зависимости от количества транспортных средств, использующих дорогу. В Великобритании практикуется теневой дорожный сбор. Однако вместо теневого ценообразования правительство может также производить периодические фиксированные платежи, например, Национальное управление автомобильных дорог (NHAI) в Индии оплачивает свои проекты ГЧП, реализуемые в рамках «аннуитетной модели».

Гранты и субсидии правительства, если таковые имеются, могут использоваться для частичного финансирования. Такие гранты и субсидии могут быть оправданы на следующих основаниях:

- Для выполнения обязательств по оказанию государственных услуг (PSO);
- Для достижения социальных целей (например, для обеспечения того, чтобы никто не был переоценен в проекте водоснабжения);
- Чтобы исправить несовершенства рынка (которые создают внешние эффекты);
- Чтобы сделать экономически жизнеспособные и социально желательные проекты коммерчески жизнеспособными.

Размер государственной поддержки должен зависеть от того, в какой степени конкретный проект может претендовать на такие гранты и субсидии с учетом указанных оснований.

По оценкам Национального центра ГЧП, из более чем 4,5 тыс. проектов ГЧП и концессий, реализуемых в целом по стране, лишь в 200 случаях применяется проектное финансирование. Чаще всего компании привлекают собственные средства или обращаются к стандартным коммерческим займам. Этот фактор эксперты называют одним из главных тормозов развития ГЧП, особенно при реализации инфраструктурных проектов стоимостью до 100 миллионов рублей.

2020–2021 годы, с одной стороны, из-за введенных ограничений, вызванных коронавирусом, выдались достаточно тяжелыми, с другой стороны, заставили рынок ГЧП экстренно адаптироваться под новые реалии.

На сегодняшний день, по данным Платформы «РОСИНФРА», в Российской Федерации на различных стадиях реализации находятся не менее 3 459 проектов как в формате классического ГЧП, так и квази-ГЧП, с совокупным объемом привлекаемых общих инвестиций в размере 4,2 трлн. руб., из которых 2,9 трлн. руб. составляют средства частных инвесторов. В 2020 году прошли коммерческое закрытие 80 крупных и средних проектов, реализуемых в форме классического ГЧП. Общий объем законтрактованных инвестиций по ним составляет не менее 269,1 млрд руб., из них частных – 151,1 млрд руб.

### Заключение

Существует огромный разрыв между потребностями и доступными средствами для инвестиций в инфраструктурный сектор. Существующие механизмы финансирования могут оказаться недостаточными для удовлетворения особых потребностей инвестиций в инфраструктуру. Правительствам необходимо рассмотреть дополнительные финансовые механизмы и инструменты для удовлетворения инвестиционных потребностей инфраструктурных проектов посредством ГЧП.

Как уже было отмечено, внутреннее финансирование стало более распространенным во многих странах. Ожидается, что эта тенденция сохранится и в будущем. Создание специальных финансовых институтов, развитие внутреннего рынка капитала и инновационных финансовых инструментов необходимы для повышения роли внутреннего финансирования в финансировании проектов ГЧП. Одним из основных преимуществ внутреннего финансирования является то, что оно снижает риски, связанные с колебаниями курса местной валюты. Это также снижает обязательство страны разрешать репатриацию капитала и прибыли.

Правительства могут рассмотреть другие соответствующие меры для снижения стоимости финансирования проектов ГЧП, такие как гранты или субсидии.

ГЧП могут быть разработаны на основе перекрестного субсидирования между компонентами проекта, когда избыточные доходы, полученные от одного компонента, могут использоваться для компенсации дефицита другого компонента. В регионе есть хорошие рабочие модели, в которых применяется эта концепция.

### Литература

1. Аржаник Е. Финансовое моделирование проектов государственно-частного партнерства: диссертация кандидата экономических наук: 08.00.10. [Место защиты: Санкт-Петербургский государственный университет]. Санкт-Петербург, 2014. 176 с.
2. Заболотский Е. Д. Использование механизмов государственно-частного партнерства негосударственными пенсионными фондами Российской Федерации // Вестник Моск. ун-та. Сер. 6. Экономика. 2017. № 2. С. 22–44.
3. Колесников В.В., Корякина Т.В., Макаров И.Н. Проектное финансирование и государственно-частное партнерство в регионах России: институциональные и управленческие проблемы // Российское предпринимательство. 2017. Т. 18. № 14. С. 2129–2142.
4. Пастуханов А.Е. Частное финансирование ГЧП проектов в России: возможности и риски // ЭКО. 2018. № 8. С. 113–132.
5. Пацева Т.В., Фадеева Е.А. Особенности финансирования проектов государственно-частного партнерства // Научное сообщество студентов: материалы XIV Междунар. студенч. науч.-практич. конф., Чебоксары, 26 мая 2017 г. Чебоксары: ЦНС «Интерактив плюс», 2017. С. 236–241.