

---

---

## ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИЙ

УДК 334.012.35

DOI 10.26425/1816-4277-2017-12-150-155

М.А. Арзуманян

### ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ НА ОСНОВЕ МЕХАНИЗМА ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА

*Аннотация.* В статье исследуются особенности финансирования инвестиционных проектов на основе государственно-частного партнерства в условиях современных реалиях экономики. Анализ современной международной практики обозначенных проектов позволяет определить ключевые аспекты в формировании источников их финансирования. В данной статье автор доказывает необходимость учета специфических факторов каждого из этапов жизненного цикла проекта в реализации привлечений инвестиций, позволяющих проектным компаниям получить доступ к новым источникам ликвидности.

*Ключевые слова:* государственно-частное партнерство, диверсификация источников финансирования, финансирование инвестиционных проектов, инфраструктура, риски.

Mariya Arzumanyan

### DIVERSIFICATION OF INVESTMENT PROJECTS FINANCING SOURCES ON THE BASIS OF PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP MECHANISM

*Annotation.* This article presents the specifics of financing investment projects on the basis of public-private partnership in the current realities of the economy. Analysis of the current international practice of designated projects allows identifying key aspects in the formation of sources of their financing. In this article the author proves the need to take into account the specific factors of each of the stages of the project life cycle in the implementation of investment attraction, which allows project companies to gain access to new sources of liquidity.

*Keywords:* public-private partnership, diversification of sources of financing, financing of investment projects, infrastructure, risks.

Государственно-частное партнерство (далее – ГЧП) может быть реализовано в различных формах и масштабах, а также использоваться в широком спектре отраслей экономики и общественной инфраструктуры, таких как транспорт, медицина, образование, спорт, нефтегазовая, энергетика, жилищно-коммунальное хозяйство (далее – ЖКХ). Простое определение ГЧП предполагает использование частного сектора партнерами государственного сектора, дабы привлечь их капитал и опыт для развития и/или управления и поддержания инфраструктуры и объектов на принадлежащих государству землях. Один из важнейших факторов развития использования ГЧП – это выбор источников финансирования. Частные инвестиции способны минимизировать государственные расходы, а также обеспечить больший доход правительству в результате увеличения местной налоговой базы.

---

© Арзуманян М.А.

Международная практика в сфере реализации государственно-частного партнерства демонстрирует ряд национальных особенностей законодательства и типовых моделей взаимодействия государства и бизнеса. По мнению Г. Т. Гафуровой и Е. Р. Ахмештиной, можно выделить 2 основных подхода к формированию механизма ГЧП на национальном уровне.

1. «Англосаксонский» подход (реализуется в США, Великобритании, Ирландии, Австралии). Фундаментом для его развития является жесткая система государственного контроля над контрактами, заключающаяся во внедрении и целенаправленном поддержании конкурентной среды в экономике стран.

2. «Латинский» подход (Франция, Германия). Отличается сохранением инфраструктуры в сфере культуры, обучения, здравоохранения, однако социальные услуги сохраняются в форме государственной собственности, в то время как частные компании могут быть задействованы в рамках делегирования обязанностей по обслуживанию интересов населения [3].

Следует подчеркнуть, что Великобритания исторически является одним из крупнейших рынков для ГЧП во всем мире. Первые проекты ГЧП 1990-х годов были заключены в рамках Частной финансовой инициативы (Private finance initiative, далее – PFI). Согласно данным статьи М. А. Шигильчева, в рамках PFI ежегодно заключается до 80 новых соглашений в год общей суммой до 3-4 млрд фунтов стерлингов [10].

Главной финансовой моделью для ГЧП в Германии является государственный форфейтинг (65 %) [12]. Данная модель выстраивается на взаимодействии трех участников: государственного органа, проектной компании (далее – SPV-компания) и банка-кредитора. SPV-компания частично продает банку обязательства государственного органа перед нею, вытекающие из договора подряда по строительству объекта, в дальнейшем банк становится кредитором для государства. В связи с этим возникают следующие риски: ненадлежащего исполнения своих работ проектной компанией, банкротства проектной компании, принимаемый на себя государственной стороной, операционные, связанные с контролем за реализацией проекта. Эта модель противоречит идее распределения рисков, поскольку в случае низкой производительности частный партнер не теряет оплату [8].

В Канаде SPV-компания вступает в соглашение с государственным органом, перед которым стоит задача снижения большинства проектных, строительных и операционных рисков для субподрядчиков. В том числе SPV заключает соглашения о финансировании из одного или нескольких источников, например, долговых обязательств от частного сектора, задолженности, получаемой от внутренних и международных банков, пенсионных фондов, страховых компаний или инвесторов облигаций с ограниченными сроками погашения. Возврат денежных средств кредиторами представляет собой регрессию потока платежей, доступных SPV в рамках проектного соглашения в течение срока проекта. На практике используется широкий спектр типов ГЧП, в том числе таких как «спроектируй-построй-финансируй-управляй» (Design-Build-Finance-Own, DBFO), «спроектируй-построй-финансируй-поддерживай» (DBFM) или «спроектируй-построй-финансируй-управляй-поддерживай» (Design-Build-Finance-Own, DBFOM), основанные на британской модели частной финансовой инициативы, предусматривающей долгосрочную концессию и включающей значительное финансирование и принятие рисков частным сектором. Следует подчеркнуть, что в Канаде ГЧП не рассматривается как приватизация публичных активов в случае полного или существенного выбытия активов государственного сектора [11].

В отдельную категорию стоит выделить страны с низким уровнем дохода, проблемы которых заключаются в слабом институциональном потенциале, ограничениях в экономике и отсутствии доступа к долгосрочному финансированию. В соответствии с результатами проведенного в 2015 г. Всемирным банком анализа источников финансирования в 163 проектах данных стран, общая стоимость финансирования представлено привлеченным долгом (35,2 млрд долл. США), 23 % — капиталом частных компаний (13,1 млрд долл. США) и 7,5 % в виде государственных субсидий (3,9 млрд долл. США).

По мнению Всемирного банка, проблемы привлечения финансирования в анализируемых странах связаны с более высоким профилем риска ГЧП, вызванным отсутствием кредитных рейтингов. Также стоит отметить, что наибольшую долю в финансировании со стороны частного сектора в разрезе отраслей занимают энергетика и транспорт в энергетике: 65 % и 49 %, соответственно [17].

До 2015 г. в США ГЧП (Public Private Partnership, P3) в основном было представлено в форме концессий по платным дорогам. В планах у федерального правительства США реализация задач в области социальной инфраструктуры, но прогнозируемые расходы превышают текущие бюджетные ограничения. Стоит отметить, что инфраструктура США традиционно финансируется за счет муниципальных облигаций, освобожденных от налогов, из чего следует, что значительное увеличение расходов на инфраструктуру, скорее всего, потребует дополнительных источников финансирования [15]. Партнерские отношения между государственным и частным секторами (P3) являются все более популярным альтернативным вариантом финансирования. В США ожидается, что частное финансирование инфраструктурных проектов будет усилено, особенно если будет принята законодательная поддержка частного финансирования с налоговыми льготами [16]. Анализ PricewaterhouseCoopers отмечает рост реализации проектов P3 за последние несколько лет, поскольку местные органы власти стремятся использовать инфраструктурные проекты P3 в качестве способа преодоления дефицита бюджета. Транспорт является лидером в использовании механизма ГЧП, но проекты в области энергетики, отходов и воды, а также социальной инфраструктуры широко представлены. Фактически, самым большим ограничением инвестиций в инфраструктуру сегодня является отсутствие подходящих, приемлемых для банков сделок.

В условиях ГЧП бюджетное финансирование может занять значительную долю в структуре капитала: в Германии, Голландии, Франции доля участия государства составляет 75 %, в Великобритании – 60 %, в Канаде – примерно 90 % [7; 9; 11].

Тем временем в России в начале 2017 года были выделены инвестиционные средства на создание, строительство, реконструкцию объектов инфраструктуры в размере 2,04 трлн руб., из которых 704 млрд руб. представлены публичной стороной (34,5 %). При этом социальная сфера является лидером по привлечению капитала (417,2 млрд руб., или 27 %) [5].

В настоящее время правительство сокращает объем государственного финансирования, поскольку оно требует значительных временных затрат в связи с многочисленными бюрократическими процедурами. Средства из этого источника могут предоставляться в форме субсидий, грантов, кредитов по льготным ставкам и других бюджетных ассигнований. В связи с этим необходимо искать другие (не государственные) источники финансирования дабы государство смогло решать важнейшие задачи, в том числе вызванные проблемами обеспечения социальной инфраструктуры страны.

Согласно Федеральному закону об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений, от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ, существуют 2 категории основных источников финансирования: собственные и привлеченные средства [1]. Стоит отметить, что Федеральным законом от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» не регламентирован список или рекомендации по выбору источников финансирования проектов на основе ГЧП/МЧП [2]. Однако отмечается следующее: ключевым отличием ГЧП от государственного заказа является уменьшение финансирования из средств бюджета с учетом компенсации затрат на стадии строительства, на этапе эксплуатации объекта – рост использования государственных средств на стадии эксплуатации с последующим снижением вложений со стороны органов власти на дальнейших стадиях [4].

По мнению И. Ю. Мерзлова, финансовые ресурсы, используемые при реализации проектов на основе ГЧП, можно разделить на 2 группы.

DBFOM Исходя из ограниченности объемов собственных средств и нужды в постоянном притоке инвестиционных ресурсов, с нашей точки зрения, необходима диверсификация финансовых источников и инструментов с целью выбора оптимального варианта для достижения определенных целей каждого этапа жизненного цикла проекта с развитием увеличением масштабов деятельности проекта, учитывая повышение финансовых рисков.

В приведенной ниже табл. 1 представлена предлагаемая структура финансирования инвестиционного проекта на основе ГЧП, включающая в себя как затраты, так и источники денежных ресурсов в соответствии с распределением ответственности.

Таблица 1

### Предлагаемая структура финансирования инвестиционного проекта на основе ГЧП

Стадия жизненного цикла инвестиционного проекта	Затраты по проекту	Ответственность сторон за финансирование	Источники финансирования
Предварительные работы по заключения соглашения между участниками проекта.	Рисковые текущие затраты.	Разработка первичной документации – затраты инициатора проекта (публичной или частной стороны). Разработка полной документации – на условиях софинансирования.	Собственный капитал частных сторон, субсидии, гранты и иные бюджетные средства, банковское кредитование, лизинговое финансирование, облигационные займы.
Строительство (или модернизация) объекта.	Капитальные затраты.	Ключевой источник: ресурсы партнера частного сектора. В условиях софинансирования привлечение средств государственного бюджета.	Коммерческое кредитование и факторинг, программы привлечения средств с рынка капитала (выпуск акций или облигаций – наиболее дорогостоящий способ привлечения денежных средств).
Эксплуатация объекта.	Текущие затраты.	Со стороны органов власти: прямые расходы или гарантии использования полных мощностей объекта инфраструктуры. Со стороны пользователей: платежи (на основе установленных тарифов).	Платежи за использование объекта инфраструктуры, программы по поддержке инфраструктуры со стороны государства.

Таким образом, в качестве основного ограничения при реструктуризации источников финансирования на каждом этапе реализации выступает контроль и поддержание соотношения баланса выгод и расходов по проекту, существенно отражающего на кредитной истории, благодаря которой в дальнейшем формируются дополнительные возможности привлечения средств для проекта. Согласно данным консалтинговой группы McKinsey, для поддержания инфраструктуры мировой экономике необходимы инвестиции в размере 57 трлн долл. США в период 2013-2030 гг. [14]. Такая диверсификация позволит решить проблемы формирования современной качественной инфраструктуры, позволяя грамотно управлять имеющимся капиталом.

Библиографический список

1. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 № 39-ФЗ (ред. от 26.07.2017) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: Справочная правовая система «КонсультантПлюс» (дата обращения: 21.11.2017).
2. Федеральный закон «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 13.07.2015 № 224-ФЗ (ред. от 03.07.2016) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: Справочная правовая система «КонсультантПлюс» (дата обращения: 21.11.2017).
3. Гафурова, Г.Т., Ахмештина Е.Р. Зарубежный опыт развития механизмов государственно-частного партнерства / Г.Т. Гафурова, Е.Р. Ахмештина // Актуальные проблемы экономики и права. – 2015. – № 2. – С 17-33.
4. Закон о государственно-частном партнерство: руководство по применению [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://pppcenter.ru/assets/docs/Zakon-Block\\_28-09-2015\\_v01.pdf](http://pppcenter.ru/assets/docs/Zakon-Block_28-09-2015_v01.pdf) (дата обращения: 13.08.2017).
5. Исследование «Государственно-частное партнерство в России 2016–2017: текущее состояние и тренды, рейтинг регионов» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://pppcenter.ru/assets/docs/raytingREG2017\\_B5\\_Block\\_31-03-2017-web.pdf](http://pppcenter.ru/assets/docs/raytingREG2017_B5_Block_31-03-2017-web.pdf) (дата обращения: 23.11.2017).
6. Мерзлов, И.Ю. Особенности организации финансирования проектов государственно-частного партнерства / И.Ю. Мерзлов // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. – 2013. – № 4. – С 6-18.
7. Пилякина В.С. Механизм государственно-частного партнерства в банковском проектном финансировании России / В.С. Пилякина // Современная экономика: проблемы и решения. – 2010. – № 4. – С 15-22.
8. Судас, Л.Г., Бобылева А.З., Львова О.А. Зарубежный опыт проектного финансирования в сфере энергетике / Л.Г. Судас, А.З. Бобылева, О.А. Львова // Государственное управление. Электронный вестник. – 2011. – № 29. – С 63-67.
9. Фирсова, А.А. Зарубежный опыт применения государственно-частных партнерств для развития инвестирования инновационной деятельности / А.А. Фирсова // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия Экономика. Управление. Право. – 2011. – № 2. – С 75-78.
10. Шигильчев, М.А. Государственное стимулирование инновационных процессов в Чувашской республике / М.А. Шигильчев // Вестник Чувашского университета. – 2010. – № 4. – С 479–483.
11. Aird & Berlis LLP: Canada: Infrastructure Opportunities In Canada: Alternative Financing And Procurement And Public-Private Partnerships [Электронный ресурс]. —Режим доступа: <http://www.mondaq.com/canada/x/442780/Government+Contracts+Procurement+PPP/Infrastructure+Opportunities+In+Canada+Alternative+Financing+And+Procurement+And+PublicPrivate+Partnerships> (дата обращения: 25.11.2017).
12. В. Beck, Lind H. PPP in Sweden and Germany. A comparison [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.kth.se/polopoly\\_fs/1.144253!/Menu/general/column-content/attachment/43.pdf](https://www.kth.se/polopoly_fs/1.144253!/Menu/general/column-content/attachment/43.pdf) (дата обращения: 17.11.2017).
13. Grigg Neil S. Infrastructure Finance: The Business of Infrastructure for a Sustainable Future. – Publisher: Wiley, 2010. —368 p. — ISBN: 978-0-470-48178-3.
14. Report of McKinsey & Company: Infrastructure productivity: How to save \$1 trillion a year [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/infrastructure-productivity> (дата обращения: 25.08.2017).
15. Review of PricewaterhouseCoopers: Innovative financing for capital and infrastructure projects [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pwc.com/us/en/capital-projects-infrastructure/financing-deals.html> (дата обращения: 22.11.2017).
16. Review of PricewaterhouseCoopers: Public-private partnerships in the US: The state of the market and the road ahead [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.pwc.com/us/en/capital-projects-infrastructure/publications/assets/pwc-us-public-private-partnerships.pdf> (дата обращения: 25.11.2017).
17. Review of World Bank Group: Sources of Financing for Public-Private Partnership Investments in 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ppi.worldbank.org/~media/GIAWB/PPI/Documents/Data-Notes/2015-PPP-Investments-Sources> (дата обращения: 12.11.2017).

References

1. Federal'nyj zakon «Ob investicionnoj deyatelnosti v Rossijskoj Federacii, osushchestvlyaej v forme kapital'nyh vlozhenij» ot 25.02.1999 № 39-FZ [*Federal Law «On Investment Activities in the Russian Federation, implemented in the form*

- of capital investments» dated 25.02.1999 № 39-FZ (ed. 26.07.2017)]. Available at: Spravochnaja pravovaja sistema «Konsul'tantPljus» [ConsultantPlus legal reference system] (Accessed: 21 November 2017).*
2. Federal'nyj zakon «O gosudarstvenno-chastnom partnerstve, municipal'no-chastnom partnerstve v Rossijskoj Federacii i vnesenii izmenenij v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossijskoj Federacii» ot 13.07.2015 № 224-FZ (poslednyaya redakciya) [*Federal Law "On Public-Private Partnership, Municipal-Private Partnership in the Russian Federation and Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation" dated July 13, 2015 № 224-FZ (ed. 03.07.2016)]. Available at: Spravochnaja pravovaja sistema «Konsul'tantPljus» [ConsultantPlus legal reference system]: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_182660/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_182660/) (21 November 2017).*
  3. Gafurova G.T., Ahmeshtina E.R. Zarubezhnyj opyt razvitiya mekhanizmov gosudarstvenno-chastnogo partnerstva [*Foreign experience in the development of public-private partnership mechanisms*]. Aktual'nye problemy ehkonomiki i prava [*Actual problems of Economy and law*], 2015, I. 2, pp. 17-33.
  4. Issledovanie «Gosudarstvenno-chastnoe partnerstvo v Rossii 2016–2017: tekushchee sostoyanie i trendy, rejting regionov» [*Law on public-private partnership: guidelines for use*]. Available at: [http://pppcenter.ru/assets/docs/Zakon-Block\\_28-09-2015\\_v01.pdf](http://pppcenter.ru/assets/docs/Zakon-Block_28-09-2015_v01.pdf) (Accessed: 23 November 2017).
  5. Zakon o gosudarstvenno – chastnom partnerstvo: rukovodstvo po primeneniyu [*The study «Public-private partnership in Russia 2016-2017: current state and trends, regional rating»*]. Available at: [http://pppcenter.ru/assets/docs/raitingREG2017\\_B5\\_Block\\_31-03-2017-web.pdf](http://pppcenter.ru/assets/docs/raitingREG2017_B5_Block_31-03-2017-web.pdf) (Accessed: 23 November 2017).
  6. Merzlov I.Yu. Osobennosti organizacii finansirovaniya proektov gosudarstvenno-chastnogo partnerstva [*Features of the organization of financing of public-private partnership projects*]. ETAP: ehkonomicheskaya teoriya, analiz, praktika [*Economical theory, analysis, practice*], 2013, I. 4, pp. 6–18.
  7. Pilyakina V.S. Mekhanizm gosudarstvenno-chastnogo partnerstva v bankovskom proektnom finansirovanii Rossii [*The mechanism of public-private partnership in bank project financing of Russia*]. Sovremennaya ehkonomika: problemy i resheniya [*Modern economy: problems and solutions*], 2010, I. 4, pp. 15–22.
  8. Sudas L. G., Bobyleva A. Z., Lvova O. A. Zarubezhnyj opyt proektnogo finansirovaniya v sfere ehnergetike [*Foreign experience of project financing in the energy sector*]. Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyj vestnik [*State management. Digital bulletin*], 2011, I. 29, pp. 63–67.
  9. Firsova A.A. Zarubezhnyj opyt primeneniya gosudarstvenno-chastnyh partnerstv dlya razvitiya investirovaniya innovacionnoj deyatel'nosti [*Foreign experience in the application of public-private partnerships for the development of investment in innovation*] / A.A. Firsova // Izvestiya Saratovskogo universiteta. Novaya seriya. Seriya EHkonomika. Upravlenie. Pravo [*Economy. Management. Law*], 2011, p. 2, pp. 75–78.
  10. Shigil'chev M.A. Gosudarstvennoe stimulirovanie innovacionnyh processov v Chuvashskoj respublike [*State stimulation of innovation processes in the Chuvash Republic*]. Vestnik Chuvashskogo universiteta [*Chuvash University Bulletin*], 2010, I. 4, pp. 479–483.
  11. Aird & Berlis LLP: Canada: Infrastructure Opportunities In Canada: Alternative Financing And Procurement And Public-Private Partnerships. Available at: <http://www.mondaq.com/canada/x/442780/Government+Contracts+Procurement+PPP/Infrastructure+Opportunities+In+Canada+Alternative+Financing+And+Procurement+And+PublicPrivate+Partnerships> (Accessed: 25 November 2017).
  12. B. Beck, Lind H. PPP in Sweden and Germany. A comparison. Available at: [https://www.kth.se/polopoly\\_fs/1.1442531/Menu/general/column-content/attachment/43.pdf](https://www.kth.se/polopoly_fs/1.1442531/Menu/general/column-content/attachment/43.pdf) (Accessed: 17 November 2017).
  13. Grigg Neil S. Infrastructure Finance: The Business of Infrastructure for a Sustainable Future. Wiley, 2010. 368 p.
  14. Report of McKinsey & Company: Infrastructure productivity: How to save \$1 trillion a year. Available at: <http://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/infrastructure-productivity> (Accessed: 25 November 2017).
  15. Review of PricewaterhouseCoopers: Innovative financing for capital and infrastructure projects. Available at: <http://www.pwc.com/us/en/capital-projects-infrastructure/financing-deals.html> (Accessed: 22 November 2017).
  16. Review of PricewaterhouseCoopers: Public-private partnerships in the US: The state of the market and the road ahead. Available at: <https://www.pwc.com/us/en/capital-projects-infrastructure/publications/assets/pwc-us-public-private-partnerships.pdf> (Accessed: 25 November 2017).
  17. Review of World Bank Group: Sources of Financing for Public-Private Partnership Investments in 2015 Available at: [http://ppi.worldbank.org/~/\\_/media/GIAWB/PPI/Documents/Data-Notes/2015-PPP-Investments-Sources](http://ppi.worldbank.org/~/_/media/GIAWB/PPI/Documents/Data-Notes/2015-PPP-Investments-Sources) (Accessed: 12 November 2017).