

В статті розглянута світова практика системи фінансування проектів державно-приватного партнерства та проаналізовані її основні трансформації в умовах глобальної кризи ліквідності. У зв'язку з особливою актуальністю становлення ринку подібних проектів в Україні, результати проведеного аналізу спроектовані на місцеву фінансову інфраструктуру і, як наслідок, позначені пріоритетні напрямки її модернізації

Ключові слова: державно-приватне партнерство, проектне фінансування, міжнародні фінансові інститути, «державне плече»

В статье рассмотрена мировая практика системы финансирования проектов государственно-частного партнерства и проанализированы ее основные трансформации в условиях глобального кризиса ликвидности. В связи с особой актуальностью становления рынка подобных проектов в Украине, результаты проведенного анализа спроецированы на местную финансовую инфраструктуру и, как следствие, обозначены приоритетные направления ее модернизации

Ключевые слова: государственно-частное партнерство, проектное финансирование, международные финансовые институты, «государственное плечо»

ФИНАНСИРОВАНИЕ ПРОЕКТОВ ГОСУДАРСТВЕННО- ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА: ПОСТКРИЗИСНАЯ РЕАЛЬНОСТЬ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Н. С. Литвинова

Соискатель

Кафедра «Организация таможенного контроля на транспорте»

Одесский национальный морской университет
ул. Мечникова, 34, г. Одесса, Украина, 65011

E-mail: ms.litvinoff@gmail.com

1. Введение

В настоящее время правительства всех стран мира активно работают над приведением состояния инфраструктуры своих стран в соответствие со стандартами XXI века, поскольку отдают себе отчет в том, что эффективно работающая инфраструктура, оказание общественных услуг высокого качества и функционирование современной, конкурентоспособной в международном плане экономики тесно взаимосвязаны друг с другом.

Сегодня идет непрерывный процесс совершенствования новых технологий, стоимость которых постоянно возрастает. Вместе с тем последствия мирового финансово-экономического кризиса 2008 г. и дефицит бюджетов разных уровней лишней раз доказали, что попытка решить инфраструктурную проблему только за счет государственных средств закончится либо слишком медленным строительством объектов инфраструктуры, что будет тормозить экономический рост, либо раздуванием государственных расходов, что чревато подрывом макроэкономической стабильности. В решении этой задачи актуальнейшее значение приобретает роль государственно-частных партнерств (ГЧП).

Несмотря на серьезные финансовые потрясения, модель ГЧП в мире держит свои позиции лучше других схем финансирования, потому что ее базовые принципы выгодны как государству, так и частному сектору. Во-первых, в условиях кризиса проекты ГЧП представляют собой сравнительно стабильный ак-

тив, генерирующий в большинстве случаев предсказуемые денежные потоки и зачастую подкрепляемый гарантиями государства. Во-вторых, развитие инфраструктуры — основной сферы применения ГЧП — является признанным драйвером поддержания и стимулирования экономического роста, что делает осуществление проектов в данной области выгодным для государства.

На современном этапе глобализации мировой экономики ГЧП фактически олицетворяют собой само будущее развития инфраструктуры в современном мире.

2. Постановка проблемы и ее связь с научными и практическими задачами

Докризисный рост рынка ГЧП в мире происходил на фоне относительно дешевых заемных средств: в 2006-2007 гг. их доля достигала 90% и выше.

Однако, сегодня проекты ГЧП вынуждены развиваться в условиях резко истощившихся денежных ресурсов.

Неблагоприятная конъюнктура на мировых рынках капитала и ужесточение законодательства в области банковской деятельности в Европе существенно усложнили и видоизменили структуру финансирования проектов государственно-частного партнерства. В Украине же только начинают формироваться финансовые механизмы государственно-частного партнерства, и от того, насколько прогрессивными

будут для бизнес-сообщества их результаты, зависит успешная реализация амбициозных инфраструктурных стратегий. В связи с этим, понимание всей степени значимости становление рынка ГЧП в Украине и сложившееся состояние и тенденции развития внутреннего и внешнего рынков капиталов, привели сегодня к необходимости глубокого анализа и поиска перспективных источников и инструментов финансирования партнерских проектов.

3. Анализ последних исследований и публикаций

Вопросы финансирования проектов ГЧП не получили должного внимания в отечественных научных кругах в связи с чем, количество исследований в данном направлении незначительно.

Необходимо отметить, что указанное направление исследования опирается на материалы аналитических обзоров ведущих международных консалтинговых компаний, таких как KPMG, Ernst&Young и Deloitte [1-3], публикации экспертных групп Европейского консалтингового центра по вопросам ГЧП [4] и Европейского банка реконструкции и развития [5], а также фундаментальные труды зарубежных исследователей – В. Варнавского [6], Э. Йескомба [7].

4. Цель статьи

Исследование мировой практики системы финансирования проектов государственно-частного партнерства: финансовые модели, структура и инструменты капитала. Анализ и выделения наиболее перспективных источников и инструментов финансирования в условиях глобального кризиса ликвидности. Проецирование последних мировых тенденций финансирования ГЧП на инфраструктуру рынков капитала в Украине с целью анализа существующих возможностей и необходимости дальнейшего развития.

5. Основные финансовые модели организации проектов ГЧП

Одним из основных преимуществ реализации партнерских проектов является адекватное распределение рисков между частным бизнесом и государством, что в свою очередь создает эффект рычага и позволяет привлекать долговое финансирование с финансовых рынков.

При анализе практики ГЧП зачастую не уделяется должного внимания финансовому сектору. Между тем проект ГЧП структурированный с учетом требований финансовых рынков формирует эффективный контроль со стороны финансового сектора, что помогает избежать раздувания затрат и затягивания сроков строительства.

С точки зрения привлечения финансовых институтов типичная схема организации ГЧП, сложившаяся в мировой практике, выглядит следующим образом (рис. 1).



Рис. 1. Типичная финансовая модель организации ГЧП в мире

Как правило, исполнительные органы от лица государства подписывают контракт с консорциумом частного сектора, для чего создается специальная проектная (управляющая) компания (special purpose vehicle, SPV). Такая форма контрактных отношений перекладывает ответственность за предоставление общественных услуг, включая проектирование, строительство, ремонт и обслуживание активов, на специальную проектную компанию, которая в свою очередь, помимо контракта с органами власти, заключает два дополнительных контракта: контракт на строительство и контракт на ремонт и обслуживание. Группа компаний частного сектора формируется обычно из нескольких частных инвесторов (как правило, это строительная компания, компании, отвечающие за эксплуатацию и предоставление услуг, а также, довольно часто, банк, который предоставляет кредит на осуществление проекта). Каждый из участников группы может выступать в качестве инвестора в уставный капитал. Наряду с тем, что банк может иметь долю акций SPV, он также может участвовать в предоставлении кредита компании. Как правило, контракты, субконтракты и соглашения о предоставлении кредита подписываются в одно время. Банк также может заключать прямые соглашения с властями и с субконтракторами, дающие ему право вмешиваться в ведение проекта в случае дефолта.

Еще одна распространенная схема ГЧП - это так называемая модель ГЧП с финансовым лидерством (Financier-led mode, FLM), в рамках которой ведущую роль в управлении SPV играют инвестиционные банки (рис. 2). Банк отвечает за процесс участия в тендере, может предоставлять кредит SPV, а также отвечает за мониторинг исполнения условий контракта. Банк является связующим звеном (он заключает контракты со сторонами, ответственными за строительство, ремонт и обслуживание, а также за создание консорциума). Банку принадлежат почти все акции SPV, он принимает решение об условиях, на которых будут работать другие участники, отвечает за андеррайтинг выпусков ценных бумаг и за другие элементы контракта.

По мнению некоторых аналитиков, использование модели ГЧП с финансовым лидерством в Украине могло бы способствовать как активизации самого процесса создания ГЧП, так и более значительному снижению государственных издержек по сравнению с типичной моделью привлечения финансовых институтов.

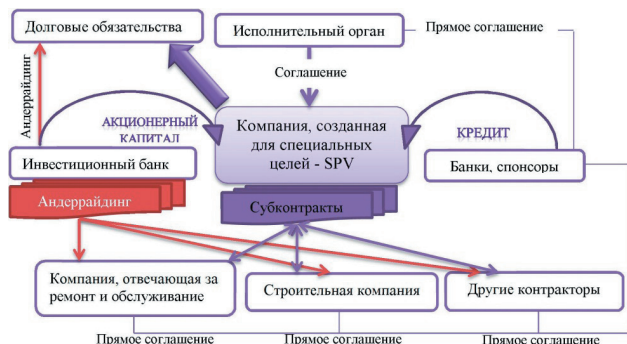


Рис. 2. Модель ГЧП с финансовым лидерством

6. Структура и инструменты капитала проектов ГЧП

Так называемая структура капитала представляет собой сочетание долговых и долевого инструментов, которые используются для финансирования проекта. Структура капитала может иметь три компонента – долевого компонента, долговой компонента и квази- долевого/долговой компонента; в теории оптимальное соотношение всех компонентов достигается, когда структура капитала обеспечивает баланс между риском банкротства и налоговой экономией, связанной с долговой компонентой [8]. Тем не менее, оптимальный уровень долговой и долевого финансирования проекта, а также источники финансирования зависят от ряда факторов, включая характер проекта, стадию его развития, доступ к финансовым рынкам и собственную финансовую стратегию спонсоров проекта.

Структура капитала проекта не является статичной, и в разное время в течение проектного цикла могут быть использованы различные источники. Кроме того, различные источники капитала имеют различные характеристики и различное соотношение риск/доходность в зависимости от характера требования к активам. Как видно на рис. 3, долговой капитал «дешевле» акционерного капитала, поскольку он менее рискован в силу того факта, что держатели долга имеют преимущественное право требования на доходы и активы, и долговое финансирование предусматривает ковенанты, которые определяют управленческие действия.

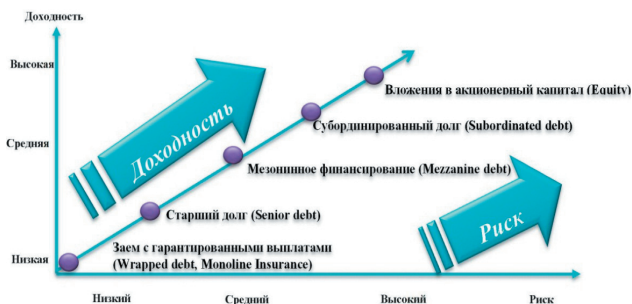


Рис. 3. Основные группы инструментов финансирования инфраструктурных проектов

Долговой капитал представляет собой средства, взятые займы для финансирования проекта, при этом инвестиционный доход держателей долга ограничивается процентами, начисленными на основную сумму долга. Долговое финансирование может поступать из

многих источников и иметь разную структуру. Однако, независимо от источника или структуры, долг имеет ряд особенностей, которые отличают его от долевого капитала: старшинство и наличие обеспечения долга, срок и условия его погашения, вид процентной ставки.

Как упоминалось ранее, долговое финансирование может поступать из ряда различных источников, при этом коммерческие кредиты обычно расцениваются как старший долг, а все остальные виды долговых обязательств – как субординированный долг. Тем не менее, приоритетность активов зависит от ряда факторов и определяется в кредитном соглашении между сторонами.

Некоторые финансовые инструменты часто называются «квази» или «гибридными» долговыми или долевыми инструментами, поскольку они обладают чертами как долговых, так и долевого инструментов. Квази-инструменты могут включать в себя субординированный конвертируемый долг, мезонинные инструменты и привилегированные акции с доходностью. В их структуру часто включаются варранты или опционы, и они предусматривают требование на активы, которое имеет очередность между традиционными долговыми инструментами и долевыми инструментами. Квази-инструменты являются привлекательной альтернативой традиционному долевого и долговому финансированию по ряду причин. Во-первых, с точки зрения спонсора, квази-инструменты не требуют отдавать контроль или голосующие права, как происходит в случае выпуска простых акций. Во-вторых, поскольку права требования на активы, которые предоставляются квази-инструментами, имеют более высокую очередность, чем акционерный капитал, то квази-долговой/долевой капитал имеет меньшую стоимость. В-третьих, этот вид финансирования обеспечивает большую гибкость, поскольку он не предусматривает такие же ограничительные ковенанты, как традиционное долговое финансирование.

Финансирование с помощью простых акций представляет собой долгосрочный капитал, который предоставляется инвесторами в обмен на акции, удостоверяющие долю собственности в компании или проекте. Ключевой особенностью, которая отличает капитал от долга, является право требования держателя акций на активы. Держатели акций получают дивиденды и доход от прироста стоимости, которые базируются на чистой прибыли и выплачиваются только после выплат всем держателям долговых обязательств. В случае дефолта акционеры имеют право требования на доходы и активы, которое является вторичным по отношению к правам держателей долговых обязательств. В то же время держатели капитала имеют неограниченную потенциальную доходность по сравнению с держателями долговых обязательств, чьи доходы от инвестиций ограничены процентами, которые начисляются на долговые обязательства. Долевого капитал может предоставляться спонсорами проекта, правительством, частными инвесторами, являющимися третьими сторонами, или формироваться из внутренних источников денежных средств.

7. От проекта к проектному финансированию

Классически ГЧП является одной из форм проектного финансирования - целевого кредитования за

емщика для реализации инвестиционного социально значимого проекта без регресса или с ограниченным регрессом кредитора на компанию-заемщика, при котором обеспечением платежных обязательств служат денежные доходы от функционирования данного проекта, а также, в зависимости от ситуации, относящиеся к нему активы. Проектное финансирование считается эффективным механизмом реализации проектов государственно-частного партнерства. Основное преимущество проектного финансирования в том, что оно позволяет привлекать крупные международные инвестиции, в том числе и за счет обеспечения политической, государственной поддержки. Для Украины это актуально. Но это понятие не эквивалентно понятию «финансирование проекта»: проекты могут финансироваться и за счет других схем и инструментов.

Некоторые иностранные специалисты считают, что ГЧП-проектами могут являться только те, которые используют проектное финансирование. Однако Стандарты ГЧП-проектов Казначейства Великобритании (издание 2007 года) [9], которые являются признанным эталоном для ГЧП-проектов (все украинские проекты концессионных соглашений также ориентируются на эти стандарты) допускают использование корпоративного финансирования.

Реализация проектов ГЧП с использованием корпоративного финансирования предполагает привлечение кредитов концессионером традиционными способами, например, в рамках кредитной линии, с использованием традиционных методов обеспечения возврата кредита с учетом сложившихся отношений с банком.

Применение схемы проектного финансирования позволяет проекту получить ряд преимуществ, что сопряжено с его основными характеристиками (рис 4.). Одним из основных преимуществ проектного финансирования является то, что обязательства по кредиту несет проектная компания. Доля любого из акционеров в капитале этой компании достаточно мала, поэтому обязательства проектной компании не отражаются в балансе акционеров. Это снижает влияние проекта на стоимость существующих кредитов акционеров и на их способность привлекать заемные средства, что может потребоваться в случае необходимости дополнительных инвестиций.

В некоторой степени концедент также может использовать проектное финансирование для того, чтобы держать долговые обязательства по проекту вне баланса с тем, чтобы они не отражались на его финансовом положении.

Ограничения на максимальный объем задолженности органов управления накладываются рыночными условиями, законодательством или правилами, применяемыми наднациональными или международными организациями, такими как Международный Валютный Фонд или рейтинговые агентства.

Еще одним преимуществом проектного финансирования для акционеров является отсутствие или ограничение права регресса кредиторов в отношении акционеров. Обычно проектная компания создается в форме управляющей компании с ограниченной ответственностью, поэтому право регресса, предоставленное кредиторам, будет ограничиваться в основном или полностью активами проекта. Уровень предоставляемого права регресса на активы акционеров обычно

называется «спонсорской поддержкой». Она может включать обязательства покрыть непредвиденные расходы проекта из собственного капитала акционеров или предоставить субординированный кредит для покрытия перерасходов.

При использовании проектного финансирования часть рисков перекладывается на кредиторов в обмен на получение ими более высокой маржи по сравнению с обычным корпоративным кредитованием. Проектное финансирование обеспечивает более выгодную средневзвешенную стоимость капитала (WACC) по сравнению с чистым финансированием из собственных средств. Оно также способствует использованию более прозрачного механизма распределения рисков и создает стимулы для повышения качества работы всех участников проекта и эффективного управления рисками.



Рис. 4. Ключевые характеристики проектного финансирования

8. Новая кредитная реальность

Одним из основных вопросов успешной реализации проектов ГЧП в любой стране является наличие длинного и дешевого долгового финансирования. Стремительный рост рынка ГЧП в мире в 2006-2007 гг. происходил на фоне относительно дешевых заемных средств. Их доля достигала 90% и выше. Однако в связи с посткризисными реалиями проекты ГЧП вынуждены развиваться в условиях резко истощившихся денежных ресурсов. Сегодня структура финансирования ГЧП стала существенно отличаться от докризисной практики: формула «90% заемных средств - 10% акционерного капитала» канула в Лету. В условиях кризиса более привлекательным инструментом становится финансирование через акции: доля акций возросла до 40%, а в отдельных случаях она может достигать до 60%. Этому способствовала обострившаяся после 2008 г. проблема получения финансирования, которая, тем не менее, задела ГЧП не так сильно, как другие инвестиционные проекты.

Исходя из сути ГЧП, можно выделить основные требования, предъявляемые к финансированию проектов:

- Долгосрочность. Данный критерий обусловлен продолжительностью проектов ГЧП (в среднем от 15 до 25 лет);
- Привлекаемые средства должны быть «дешевыми»;
- Прозрачность, легитимность и правовая поддержка схемы финансирования;
- Устойчивость и антициклический источник финансирования;

- Высокий кредитный рейтинг крупных международных рейтинговых агентств, таких как Fitch Ratings, Moody's, Standard&Poor's (не ниже BBB).

В данной ситуации необходимо не только создать наиболее благоприятные условия для кредиторов, но и максимально задействовать все потенциально возможные источники финансирования, к которым можно отнести:

- коммерческое банковское кредитование;
- экспортные кредитные агентства;
- международные финансовые институты;
- эмиссии долговых проектных (инфраструктурных) облигаций (как с дополнительным обеспечением в виде государственной гарантии, так и без него).

В недавнем прошлом многие компании предпочитали получать кредиты именно от коммерческих банков, объясняя это тем, что последние более гибко подходят к переговорам (они не должны жестко следовать установленным правилам и готовы работать быстрее). Сейчас заемщики понимают, что, несмотря на преимущества в гибкости и скорости, коммерческие банки часто оказываются несостоятельными. К сожалению, в условиях ограниченной ликвидности банковское финансирование серьезно выросло в цене, при этом сократились сроки предоставляемых кредитов. Кроме того, значительно уменьшились объемы, которые банки были бы готовы предоставить. Многие иностранные коммерческие банки сократили кредитные лимиты на Украину, а некоторые полностью приостановили рассмотрение новых займов для украинских заемщиков.

Одним из инструментов привлечения долгового банковского финансирования является страхование политических рисков кредиторов. Данный вид страхования предоставляется несколькими организациями, целью которых является продвижение инвестиций. В условиях кризиса многие западные банки, готовые финансировать проекты в Украине, стали требовать защиты от политических рисков для выделяемых ими кредитов. По мнению экспертов, это обусловлено не столько стремлением покрыть конкретные политические риски в Украине, сколько ограничениями по лимитам на Украину и необходимостью отразить данные кредиты, выдаваемые украинским заемщикам, в другой категории задолженности на своих балансах. Кредит, застрахованный от политических рисков через МИГА (многостороннее страховое агентство, часть группы Всемирного банка) можно учитывать вне выделенных на Украину лимитов. Определенным дополнительным фактором, из-за которого кредиторы требуют страхования политических рисков в случае с концессионными проектами и проектами ГЧП, также является отсутствие прецедентов, на которые смогли бы сослаться банки и для которых проекты, реализуемые в рамках таких новых для Украины механизмов, как концессии, несут дополнительные риски. Безусловно, участие в проекте дополнительных финансовых организаций (например, агентств по страхованию политических рисков), каждая из которых предъявляет свои требования, усложняет процесс привлечения финансирования. Однако в тех случаях, когда все прочие источники полностью задействованы, приходится использовать и более трудоемкие механизмы.

В кризисных реалиях одними из наиболее устойчивых кредиторов являются экспортные кредитные агентства (ЭКА; export credit agencies – ECAs). Привлечение

экспортных кредитных агентств обусловлено наличием экспортной компоненты в проекте (рассчитывается как затраты на реализацию проекта, приходящиеся на экспорт услуг или оборудования из конкретной страны). Это важно учитывать, поскольку в инфраструктурных проектах, где значительную долю капитальных затрат составляют строительные работы с ограниченной экспортной составляющей, возможности и суммы экспортного кредитования достаточно невысоки. ЭКА могут предоставлять финансирование, страхование или гарантии на товары и услуги, экспортируемые резидентами страны-источника. При этом часто экспортные кредитные агентства не предоставляют прямое финансирование, а выступают поручителями заемщика перед кредиторами. Объем поручительства определяется той самой экспортной компонентой. Таким образом, для финансирования проекта все равно придется привлекать коммерческие банки. Иногда процесс финансирования от экспортных кредитных агентств усложняется еще и тем, что деньги поступают в виде связанных целевых кредитов украинским коммерческим банкам, которые в свою очередь должны выделить их заемщику, приняв на себя риск выдаваемого кредита.

9. Повышение роли международных институтов развития

Кредиторы, средства, которых не подвержены влиянию кризиса, - это, прежде всего международные институты развития (МИР) и, в частности, банки развития (такие как Европейский банк реконструкции и развития, Международная финансовая корпорация, Северный инвестиционный банк и другие). В отличие от экспортных кредитных агентств для участия международных институтов развития экспорт не является обязательным.

Международные банки развития (МБР) являются институтами, осуществляющими финансовую поддержку и консультирование развивающихся стран в целях экономического и социального развития. Выделение МИР в отдельную группу неслучайно, т.к. они являются самостоятельной силой, играющей существенную роль в стимулировании экономического развития и проведении реформ, как в рамках конкретной страны, так и в масштабах региона.

При реализации стратегии финансирования и содействия тому или иному инфраструктурному проекту, реализуемому в формате государственно-частного партнерства, МИР в своей деятельности могут применять вместе или по отдельности все многообразие финансовых инструментов.

Международная практика реализации проектов ГЧП свидетельствует о том, что максимально эффективный контроль их реализации возможен, как правило, только с привлечением финансового института, который, наряду с предоставлением финансирования, может выполнять функции финансового агента и консультанта. Чаще всего в такой роли выступают институты развития, в том числе международные банки развития.

Основные инструменты, с помощью которых МБР осуществляют финансирование (рис. 5):

- Консультирование по идентификации и структурированию проектов ГЧП как для правительства страны-участницы, так и для частного партнера. Уяс-

нив для себя задачи правительства, МБР (с помощью консультантов – отраслевых специалистов) проводит анализ проекта и оценку заинтересованности участников рынка с целью определения оптимальной структуры транзакции. В последующем банк берет на себя ответственность за полную реализацию транзакции, начиная с разработки маркетинговой стратегии до помощи в оценке предложений, определения победителя тендера и заключения договоров о финансировании.

• Долгосрочное финансирование:

- предоставление гранта (используется рядом МБР преимущественно для технического содействия, оказания консультационных услуг либо разработки проекта);

- долгосрочные займы (кредиты), по ставкам ниже рыночных, которые напрямую финансируются правительствами стран-доноров. При этом обязательным требованием по отношению к заемщику, со стороны банка, является предоставление гарантий третьей стороны (суверенной гарантии государства либо гарантии других крупных банков) по кредитам. При наличии такой гарантии, при наступлении неблагоприятного финансового исхода (риска), вероятность существенных потерь банка по финансируемым проектам сведена к минимуму. Последнее особенно важно для ситуаций, когда банк напрямую берет на себя проектные риски, исходя из удовлетворяющих его на момент начала финансирования, экономических, финансовых и технических показателей;

- инвестиции в акционерный капитал.

- мобилизация капитала и применение различных продуктов структурированного финансирования:

- привлечение коммерческого банковского кредитования (международные банковские синдикаты) по рыночной процентной ставке. Для фондирования этих займов МБР привлекают средства международных рынков капитала;

- привлечение экспортных кредитных агентств;

- выдача гарантий по обязательствам государственного и частного секторов. Учитывая, что большинство МБР имеют весьма высокие кредитные рейтинги, такое обеспечение охотно принимается при определении схемы проекта.

связи с этим, МБР обладают обширным опытом и инструментарием для осуществления сопровождения и предоставления финансирования проектам ГЧП.

Во-вторых, МИР могут привлекаться на различных стадиях рассмотрения проектов, в частности, на самой ранней – стадии подготовки и проведения конкурса, оценки конкурсных предложений; при этом деятельность МИР выходит далеко за рамки представления банковского продукта в классическом его понимании. Участие МИР на максимально ранних стадиях позволяет детально рассмотреть все аспекты, которые могут повлиять на стоимость проекта и соблюдение сроков его реализации, и осуществлять мониторинг на протяжении всего срока реализации проекта. На стадии подготовки и рассмотрения проекта МИР чаще всего привлекаются уполномоченным государственным органом как инвестиционные консультанты.

Здесь необходимо подчеркнуть, что зачастую в проектах ГЧП, МИР отводится двойственная роль: с одной стороны, они выступают в качестве консультантов для государства, участвуя в формировании проекта; с другой стороны, как заемщики для частного партнера, оказывая ему помощь в переговорах с государством. В таких случаях очевиден потенциальный конфликт интересов, т.к. МИР должны вести переговоры по предмету, составляющему их коммерческий интерес (механизмы обеспечения займа), который потенциально может противоречить интересам государственного партнера.

В-третьих, МИР являются источниками дешевых «длинных» денег, что полностью отвечает потребностям ГЧП с точки зрения продолжительности проектов и, как следствие, структуры их финансирования.

И, наконец, МИР обладают особым статусом, включающим имущественные и судебные иммунитеты, налоговые и таможенные преференции, преимущества, позволяющие избегать негативных последствий, которые могут быть вызваны изменением законодательства и банковского регулирования в странах-участницах. Все это дает возможность МБР, при предоставлении финансирования в проектах ГЧП, хеджировать те риски, которые являются серьезным препятствием на пути обычных банков. Кроме того, гарантии, выдаваемые МБР, зачастую имеют более высокий рейтинг, нежели суверенные гарантии, предоставляемые странами-участницами.

Учитывая требования, предъявляемые к финансированию ГЧП, можно сделать вывод, что МБР входит в число тех финансовых институтов, которые полностью отвечают потребностям проектов государственно-частного партнерства. Для самих МБР, инвестирование в проекты ГЧП представляет интерес по ряду причин, среди которых можно выделить соответствие миссии, целям и задачам, стоящим перед МБР и наличие необходимых финансовых инструментов для осуществления финансирования.



Рис. 5. Формы участия международных институтов развития в проектах ГЧП

Анализ деятельности международных институтов развития и в частности банков развития в мировой практике реализации проектов ГЧП позволяет выделить ряд преимуществ участия данных организаций.

Во-первых, реализация проектов государственно-частного партнерства, как правило, проходит в рамках проектного финансирования, которое является одним из приоритетных направлений деятельности МБР. В

10. Сильное «госпечеро», как значимая составляющая партнерских проектов

Правительство может и должно поддерживать и стимулировать ГЧП с помощью финансовых механизмов. Лишь немногие проекты ГЧП могут быть рентабельными при отсутствии какой-либо формы

технической или финансовой поддержки со стороны государства. Эффективное финансирование проектов через механизм ГЧП может включать использование государственной поддержки, выражающейся в том, что государство берет на себя часть рисков, которыми оно может управлять более эффективно, чем частные инвесторы, и поддерживает те проекты, которые экономически целесообразны, но нерентабельны. В случае, если инфраструктурный проект имеет положительные внешние эффекты, целесообразным может являться определённый уровень прямой государственной поддержки. Кроме того, местные финансовые рынки могут быть не в состоянии предоставить приемлемые для ГЧП финансовые продукты (в частности, долгосрочные кредиты с фиксированной ставкой), даже если наличие таких продуктов оказало бы положительное влияние на финансовый рынок в целом. Государство может сделать многое для решения этих вопросов, профинансировав такие продукты или создав структуры, которые могут предоставить финансовую поддержку, необходимую для успешного развития ГЧП.

Каждому проекту, вероятно, потребуется от государства какой-либо конкретный вид поддержки. Но инструменты, которые будут применяться в любом конкретном случае, должны быть тщательно разработаны с тем, чтобы обеспечить необходимую инвесторам предсказуемость и требуемую государству гибкость. Государственная поддержка может создать конфликт интересов или исказить систему стимулов, поскольку государство будет играть разные роли на разных сторонах сделки, например, оно может быть одновременно концедентом и акционером. Поэтому разработка, реализация и регулирование государственной поддержки должны быть исполнены самым тщательным образом.

Государство может обеспечить прямую поддержку, например, через субсидии/гранты, инвестиции в уставный капитал и/или кредитование. Эти механизмы особенно важны в случае, если проект не является достаточно финансово самостоятельным или подвержен специфическим рискам, которыми частные инвесторы или кредиторы не могут управлять эффективно. В развивающихся странах, где частное финансирование особенно необходимо, эти ограничения могут вызвать необходимость предоставления более значительной государственной помощи, чем в развитых странах. Финансовая поддержка государства может быть оказана проекту в виде (рис. 6):

- прямой поддержки - денежной или в натуральном виде (например, покрытие затрат на строительство, выделение земельного участка, предоставление средств производства, компенсация затрат на участие в тендере или на капитальный ремонт);
- отказа от взимания сборов, пошлин или других платежей, которые, в противном случае, должны были бы быть уплачены проектной компанией (например, путём предоставления налоговых каникул или списания налоговой задолженности);
- предоставления финансирования проекту в виде кредита (включая мезонинные кредиты) или инвестиций в уставный капитал;
- финансирования «теневых» тарифов и субсидирование тарифов для некоторых или всех категорий потребителей (особенно неплатёжеспособных катего-

рий граждан) с целью снижения риска спроса, который несёт проектная компания.

Правительство может предпочесть иные, отличные от прямого финансирования, формы государственной помощи.

В этом случае правительство не участвует в финансировании, а берет на себя определённые обязательства, например, в виде (рис. 6):

- гарантий, в том числе гарантий выплаты по кредитам, обменного курса, конвертируемости местной валюты, обязательств по выкупу продукции, сбора тарифных платежей, разрешенного уровня тарифов, объёма спроса на услуги, компенсации в случае расторжения договора и т.д.;
- гарантии возмещения убытков, например, в случае невыплат со стороны государственных органов, недостаточных поступлений доходов или перерасхода средств;
- страхования;
- покрытия проектных рисков (хеджирования), например, на случай неблагоприятных погодных условий, колебаний обменного курса, процентных ставок или цен на сырьё;
- условного займа, например, в виде обязательств по будущему кредитованию (когда оператор проекта может получить только краткосрочный кредит, но государство обязуется предоставить кредит по фиксированной ставке в определённый момент в будущем) или в виде поддержки доходной части (когда правительство обязуется предоставить кредитные средства проектной компании в целях компенсации убытков от краткосрочного снижения доходов в достаточном размере для выполнения обязательств по обслуживанию долга).



Рис. 6. Формы участия государства в проектах ГЧП

Одним из эффективных и прозрачных механизмов государственной поддержки финансирования ГЧП-проектов в Украине мог бы стать Государственный банк развития. В необходимости создания подобной институции убеждены большинство экспертов, так как, по их мнению, Банк развития жизненно необходим для стимулирования базовых отраслей экономики. Стоит отметить что, Государственная программа активизации развития экономики Украины на 2013-2014 годы, предусматривает создание в 2013 году Государственного банка развития [10].

Пока трудно сказать, как он будет действовать. С тех высказываний, которые звучали, говорилось, что Кабмин видит его как банк первого уровня – то есть, рефинансирующий коммерческие банки, которые, в свою очередь, выдают инвестиционные кредиты на реализацию приоритетных национальных программ и инновационных проектов, способных обеспечить экономический рост. Банк развития будет кредитовать

на возвратной основе инвестиционные проекты за счет средств, предусмотренных Госбюджетом. Включение такого банка в механизм распределения бюджетных и эмиссионных средств предусматривает, что государственные деньги будут направлены исключительно в перспективные проекты, с низким уровнем финансового риска. В свою очередь, коммерческие банки получат в свое распоряжение относительно длинный (5-7 лет) и дешевый (на уровне учетной ставки НБУ) ресурс [11].

Однако финансовые аналитики и эксперты рассматривают Банк развития, с точки зрения прозрачности и эффективности, как структуру, которая непосредственно осуществляет подбор, оценку инвестиционных проектов, их финансирования и отслеживания процесса выполнения. По их мнению, только в этом случае можно обеспечить целевой характер направления средств. Если снова включится процедура рефинансирования коммерческих банков, то деньги и дальше будут растворяться в политике.

11. Инфраструктурные облигации - гарантированная доходность в долгосрочной перспективе

Инфраструктурные облигации - следующий наиболее оптимальный способ финансирования концессионных проектов, используемый в мировой практике. Целью размещения инфраструктурных облигаций является привлечение финансирования для реализации проектов инфраструктурного развития. Эмиссионный доход, полученный при размещении облигаций, должен быть направлен на финансирование реализации указанных проектов.

В рамках данной формы финансирования кредиторы в первую очередь оценивают риски, связанные с определенным инфраструктурным проектом, так как выплаты по облигациям осуществляются за счет поступлений от эксплуатации объекта инфраструктуры.

При этом следует четко различать особенности обращения инфраструктурных облигаций по сравнению с традиционными корпоративными облигациями:

- целевое использование средств, полученных от размещения инфраструктурных облигаций, для реализации долгосрочных инвестиционных инфраструктурных проектов;
- осуществление выпуска инфраструктурных облигаций преимущественно в рамках реализации концессионных соглашений между государством и компанией - концессионером, которая выступает эмитентом облигаций;
- основными инвесторами, осуществляющими вложения в инфраструктурные облигации, являются институциональные (пенсионные фонды, страховые компании) и другие консервативные инвесторы;
- долгосрочный период обращения инфраструктурных облигаций, привязанный к сроку строительства (реконструкции) инфраструктурного объекта и к периоду его эксплуатации, в среднем должен составлять 25 - 30 лет;
- обеспечение облигационного выпуска государственными гарантиями, страхованием рисков, банковскими гарантиями и поручительствами, а также иными обеспечительными гарантиями.

Наиболее перспективные схемы выпуска инфраструктурных облигаций, используемые в мировой практике, выглядят следующим образом (рис. 7):

1) облигации выпускаются правообладателем на инфраструктурные объекты - концессионером. Их выкупают банки или пенсионные фонды. Второй стадией (после ввода объекта в эксплуатацию) является продажа облигаций банком инвестору и их вывод на свободный рынок. Инвестор при этом получает доход от погашения инфраструктурных облигаций;

2) существует также вариант выпуска инфраструктурных облигаций в целях секьюритизации инфраструктурных кредитов. Эмитентом инфраструктурных облигаций в таком случае выступает кредитная организация, предоставляющая концессионеру кредит на строительство инфраструктурного объекта.



Рис. 7. Перспективные схемы выпуска инфраструктурных облигаций

В США и ряде других стран инфраструктурные облигации могут выпускаться не только концессионером или кредитной организацией, но и органами власти. При этом бумаги, эмитированные государственными (муниципальными) органами власти, могут быть привязаны к конкретному источнику, например, к платному участку дороги, мосту, развязке, для строительства которого они и выпускались, и могут погашаться из бюджета. Эти бонды имеют высокий уровень надежности и гарантированности дохода, что позволяет вкладывать в них консервативным инвесторам, таким, как пенсионные фонды и страховые компании. Доходность инфраструктурных облигаций зачастую всего на 1-3% выше уровня инфляции, что делает их весьма удобными для эмитентов.

В последнее время к развитию долговых инструментов - менее волатильных и более устойчивых в кризисное время - наблюдается повышенный интерес. В развитых государствах такой инструмент широко распространен, тогда как в Украине он только разрабатывается. Нацкомиссия по ценным бумагам и фондовому рынку подала в Верховную Раду на рассмотрение законопроект "О внесении изменений в закон "О ценных бумагах и фондовом рынке", регламентирующий выпуск биржевых и инфраструктурных облигаций [12]. Согласно документу, инфраструктурные облигации - это корпоративные бумаги, размещаемые с целью привлечения средств для финансирования создания или возобновления (реконструкции, модернизации) инфраструктуры, которая осуществляется в соответствии с договором, составленным в рамках государственно-частного партнерства. В то же время, если эти действия предусмотрены договором концессии, такие облигации будут называться концессионными.

Несмотря на то, что в Украине подобный механизм находится на стадии рассмотрения, он уже давно и эф-

фективно применяется во многих странах, поэтому все основания полагать, что и у нас данный инструмент позволит привлечь долгосрочное финансирование по разумной цене для реализации наиболее значимых инфраструктурных проектов. Но, учитывая большую инерционность наших государственных структур, воплощение данного инструмента займет длительное время.

12. Инвестиционный климат для ГЧП в Украине

Желание привлечь дополнительные финансовые ресурсы, управленческий и технологический потенциал частного бизнеса для модернизации существующей и развития новой современной экономической инфраструктуры в Украине привело к принятию целого соответствующих законов. Но, к сожалению, наличие развитого нормативно-правового регулирования не привело к активному и, главное, эффективному для общества и страны в целом использованию механизмов ГЧП.

По результатам исследований состояния нормативно-правовой базы регулирования ГЧП и концессий в сопоставлении с передовыми образцами международной практики, проведенными ЕБРР в 2012 году, Украина определена как страна с принятым, но так и оставшимся без применения законодательством в сфере ГЧП. По мнению экспертов, проводивших данное

исследование, отсутствие практического применения данного законодательства сопряжено с целым рядом объективных причин, основополагающей среди которых является низкая степень развития национального рынка капитала (табл. 1).

В долговременной перспективе фактор стабильности требует, чтобы украинский финансовый рынок и организации располагали возможностями для финансирования проектов ГЧП на местах.

Это обусловлено рядом преимуществ, в том числе более глубоким знанием специфики рынка на местах, устранением необходимости иметь дело с целым рядом разных юрисдикций, упрощением доступа к привлечению средств в национальной валюте. В идеальном плане финансовые условия необходимо привести в соответствие между инфраструктурными проектами (т.е. рассчитанными на длительные сроки службы) и финансирующими организациями (например, пенсионными фондами и организациями, выпускающими проектные облигации).

В данном контексте особую актуальность приобретает наличие возможности проектного финансирования со стороны украинской банковской системы в соответствии с международной практикой, внедрение механизмов эмиссии инфраструктурных облигаций с параллельным усовершенствованием системы функционирования пенсионного фонда, а также создание

Таблица 1

Финансирование проектов ГЧП в условиях украинского рынка капиталов

Источник инвестиций	Описание	Возможности работы на украинском рынке
Строительные компании и компании-операторы инфраструктуры	В международной практике данные компании являются долевыми инвесторами в акционерный капитал инфраструктурных проектов на этапе строительства.	В настоящий момент ряд концессионных проектов в инфраструктуре находится на стадии инвестиционного конкурса. В конкурсах участвуют консорциумы международных и украинских компаний.
Институциональные инвесторы	Для некоторых проектов возможно привлечение средств путем размещения ценных бумаг на открытом рынке	Практика ведения бизнеса в Украине, в большинстве своем, не соответствует критериям листинга на мировых торговых площадках. Возможно в будущем по мере наработки успешного опыта реализации «прозрачных» инфраструктурных проектов в форме ГЧП.
Страховые компании, пенсионные фонды	Данные институциональные инвесторы предоставляют долгосрочное финансирование по фиксированным процентным ставкам.	По мере успешного развития практики ГЧП в Украине и выпуска инфраструктурных облигаций для финансирования проектов участие данных организаций станет возможным.
Международные институты развития (МИР)	Международные институты развития участвуют в наиболее крупных и социально значимых инфраструктурных проектах.	Участие данных организаций в финансировании пилотных инфраструктурных проектов является критическим для успешного развития практики ГЧП. В настоящий момент данные организации активно участвуют в совершенствовании институциональной среды и проведении инвестиционных конкурсов по пилотным проектам ГЧП.
Коммерческие банки (синдицированные кредиты)	Коммерческие банки, как правило, предпочитают предоставлять финансирование по плавающим процентным ставкам (Libor) и на коммерческих условиях (более высокие ставки и более короткие сроки).	Концессионное законодательство заложило основу для подобных инвестиций, однако требует доработки в части предоставления гарантий кредиторам, хеджирования валютных и процентных рисков. На данный момент инвестиционное кредитование (под залог оборудования или имущества заемщика, в основном на расширение существующего бизнеса) в Украине развито больше, чем проектное финансирование. Проектное финансирование предлагают в основном дочерние банки крупных иностранных банков, имеющие доступ к «длинным» деньгам.

Украинского банка развития украинского центра ГЧП проектов.

При этом, развитие рынка банковских услуг и капитала, равно как и национального пенсионного фонда, требует времени и не должно мешать реализации проектов ГЧП. Зачастую важную роль здесь играют международные банки, в том числе МИР и инвестиционные фонды. Кроме того, на международные рынки капитала могут выходить и спонсоры, выпускающие в международное обращение акции, долговые обязательства или проектные облигации. Для этого компаниям нужно иметь надежную в международном плане репутацию и соблюдать определенные корпоративные стандарты (например, проводить аудиты финансовой отчетности и соблюдать минимальные стандарты корпоративного управления).

13. Выводы

Несмотря на то, что финансирование государственно-частного партнерства остается понятным, надежным и перспективным продуктом, многие кредиторы испытывают сложности с ликвидностью в среднесрочной и долгосрочной перспективе и поэтому избегают участия в инвестировании долгосрочных проектов. Из-за негативных условий структура финансирования ГЧП стала существенно отличаться от докризисной практики: значительно увеличилась доля акционерных вложений; приоритетным становится относительно дешевый и длинный капитал таких консервативных инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании, результатом чего стал повышенный интерес к таким финансовым инструментам, как инфраструктурные облигации;

значительно возросла роль государственной финансовой поддержки (в т. ч. и косвенной); особое значение приобрело участие в проектах МФИ.

В большинстве случаев при обсуждении вопросов преимущества и недостатков применения механизмов государственно-частного партнерства (ГЧП) в Украине возникает вопрос о стимулах и системе финансирования со стороны частного бизнеса в инвестиционных проектах государства. Основным камнем преткновения при рассмотрении данного вопроса является текущее состояние сферы финансовых и банковских услуг Украины, характеризующееся относительной неразвитостью по сравнению с аналогичной сферой стран Центральной и Восточной Европы, не говоря уже о странах с развитой экономикой. Этот факт может иллюстрироваться как проблемами деятельности коммерческих банков, так и отсутствием действенной инфраструктуры финансового рынка в стране. Причем, если низкий размер уставных капиталов отечественных коммерческих банков и отсутствие практики проектного финансирования не позволяет их рассматривать в качестве полноправного инвестора в проектах государственно-частного партнерства, то слаборазвитый финансовый рынок препятствует нормальному движению иностранного капитала в Украину. Вместе с тем, именно внутренняя сфера финансовых и банковских услуг может рассматриваться как первоочередной рычаг становления рынка проектов ГЧП в стране.

С учетом текущей ситуации на долговых рынках необходимо тщательное изучение всех возможных опций финансирования и формирование взвешенной стратегии в области привлечения финансирования под данные проекты в Украине.

Литература

1. Шабашевич, М. Условия финансирования проектов ГЧП: кризисные реалии [Текст] : аналитический обзор / М. Шабашевич, Лузан С. // KPMG International. - 2011. - 17 с.
2. How to ensure the success of the PPP [Текст] : Annual report 2011 / Ernst & Young Global Limited. - 2012. - 53 с.
3. Проекты государственно-частного партнерства: задачи и возможности в условиях экономического спада [Текст] : аналитический обзор / ЗАО «Делойти Туш СНГ». - 2012. - 22 с.
4. Capital markets in PPP financing: where we were and where are we going? [Text] / European PPP Expertise Centre - 2010. - Pp.19-22.
5. Zverev, A. The legal framework for public-private partnerships (PPPs) and concessions in transition countries: evolution and trends [Текст] / A. Zverev // Journal «Law In Transition» - 2012. - С. 5-11.
6. Варнавский В. Г. Государственно-частное партнерство: Теория и практика [Текст]: учеб. пособие / В. Г. Варнавский, А. В. Клименко, В. А. Королев - М. : ГУ ВШЭ, 2010 - 287 с.
7. Йескомб, Э.Р. Принципы проектного финансирования [Текст] : пер. с англ. - И.В. Васильевской / Под общ. ред. Д.А. Рябых. - М. : Вершина, 2008. - 488 с.
8. Симерли, Р. Экологическая динамика, структура капитала и эффективность: теоретическая интеграция и эмпирический тест [Текст] / Р. Симерли, М. Ли // Журн. «Стратегический менеджмент». - 2000. -Т. 21. - С. 31 - 49.
9. Standardization of PFI Contracts Version 4 [Электронный ресурс] / HM Treasury. - Режим доступа : \www/ URL: http://www.hm-treasury.gov.uk/d/pfi_socp4pu101_210307.pdf/ - March 2007. - Загл. с экрана.
10. Проект Державної програми активізації розвитку економіки на 2013-2014 роки: за станом від 30.01.2013 [Электронный ресурс] / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України.- Режим доступу : \www/ URL: http://www.me.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=197032&cat_id=197031/ - Загл. с экрана.
11. Госпрограмма экономического развития. Кому это надо [Электронный ресурс] / ЛІГАБізнесІнформ. Информационное агентство. - Режим доступа : \www/ URL: <http://finance.liga.net/economics/2013/2/7/news/32510.htm/> - 07.03.2013 — Загл. с экрана.
12. Проект закону України №2072 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів» : за станом від 22.01.2013 р. [Электронный ресурс] / Портал Ліга:Закон. Режим доступу : \www/ URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JG1LK00I.html/ - Загл. с экрана.