

# Частное финансирование ГЧП проектов в России: возможности и риски

**А.Е. ПАСТУХАНОВ**, МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва.  
E-mail: PastuhanovAE@spa.msu.ru

В статье были проанализированы возможности использования собственных средств, банковского кредитования и выпуска инфраструктурных, концессионных облигаций для финансирования ГЧП проектов в России. Полученные результаты свидетельствуют о том, что на сегодняшний день частное финансирование ГЧП проектов затруднено наличием системного кризиса в России, который выражается в отсутствии предложения длинных денег, а также финансовой неустойчивостью частных партнёров и несовершенством законодательной базы. Кроме того, очевидно наличие проблемы неэффективного государственного регулирования инвестиционной деятельности институциональных инвесторов, а также имеет место недостаток механизмов привлечения частных инвестиций, отвечающих требованиям реализации ГЧП проектов. В связи с этим для дальнейшего развития ГЧП в России необходимо принятие мер системного характера, касающихся как проработки законодательства в части определения способов привлечения частного финансирования в различные по масштабам ГЧП проекты, так и принятия экономических решений, способствующих увеличению предложения длинных денег в экономике.

*Ключевые слова:* государственно-частное партнёрство, инфраструктурные облигации, концессионные облигации, банковское кредитование, собственные средства, источники финансирования, риски финансирования, государственное участие

В последние годы концепция государственно-частного партнёрства (далее – ГЧП) получила свою реализацию на практике, и инвестиции в социально значимые проекты заметно увеличились. Главную роль в развитии ГЧП в России сыграло принятие двух федеральных законов – «О концессионных соглашениях» от 21.07.2005 № 115-ФЗ (далее – закон № 115-ФЗ)<sup>1</sup> и «О государственно-частном партнёрстве, муниципально-частном партнёрстве, в Российской Федерации» от 13.07.2015 № 224-ФЗ (далее – закон № 224-ФЗ)<sup>2</sup>, а также разработка 66 нормативных актов на региональном уровне<sup>3</sup>.

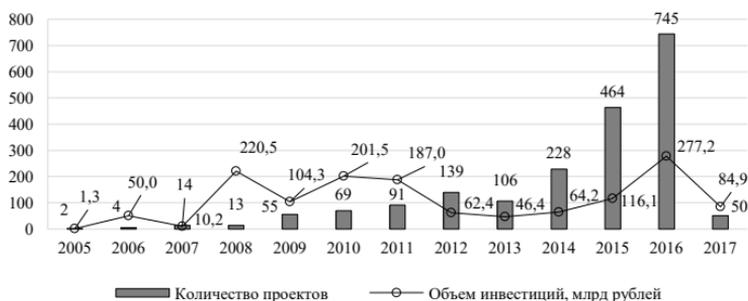
<sup>1</sup> Федеральный закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».

<sup>2</sup> Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнёрстве, муниципально-частном партнёрстве в Российской Федерации».

<sup>3</sup> Официальный сайт Министерства экономического развития РФ. URL: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/privgovpartnerdev/> (дата обращения: 12.02.2018).

Развитие законодательной базы, а также государственная поддержка и бюджетное финансирование инфраструктурных проектов дали свои результаты: с 2014 г. по 2016 г. в 3,3 раза увеличилось количество заключаемых контрактов и в 4,3 раза вырос объем инвестиций (рис. 1).

Однако, несмотря на позитивную динамику, имеют место сдерживающие факторы дальнейшего развития реализации ГЧП в России – ограниченность предложения длинных денег в экономике [Ершов, 2017], дороговизна способов финансирования и зависимость компаний, участвующих в реализации ГЧП проектов, от государства, а также наличие специфических рисков данных проектов [Соколов, Маслова, 2013].



**Источник рис. 1 и табл. 2 и 3:** рассчитано автором на основе базы данных сайта «Платформа инфраструктурных проектов»<sup>4</sup>.

*Рис. 1.* Объем инвестиций и количество реализуемых ГЧП проектов в России в 2005–2017 гг.

В предыдущем исследовании феномена ГЧП в России автор пришел к выводу о том, что большинство «частных» участников российских проектов ГЧП являются квазигосударственными компаниями [Пастуханов, 2018]. Для актуализации этого тезиса были проанализированы последние данные о частных партнерах в ГЧП проектах, представленные на сайте «Платформа поддержки инфраструктурных проектов». Согласно полученным результатам, для выборки топ-20 компаний по стоимости проектов и 20 компаний на основе случайной выборки из общего числа частных партнеров (1 030 компаний), сгенерированной средствами MS

<sup>4</sup> Официальный сайт «Платформа инфраструктурных проектов». URL: <http://www.pppi.ru/projects> (дата обращения: 01.01.2018).

Excel, характерно наличие в капитале 15 «частных инвесторов» государственного участия (табл. 1).

**Таблица 1. Частные партнеры с государственным участием  
(на основе выборки)**

Частный партнер	Сумма контракта, млн руб.	Доля гос-участия, %	Бенефициар	Уставный капитал, млн руб.
ООО «Магистраль северной столицы»	212720,0	91,5	ВТБ, ПАО «Газ-пром»	300,0
ОАО «Мостотрест»	176900,0	94,2	РЖД	39,5
ОАО «Мосинжпроект»	82000,0	100,0	Правительство Москвы	8793,8
ООО «Автодорожная строительная корпорация»	80100,0	25,0	Евразийский банк развития	100,0
ООО «Магистраль двух столиц»	76800,0	49,5	ВТБ	100,0
ОАО «Метровагонмаш»	61917,9	24,8	ВТБ	4,0
ООО «Концессия водоснабжения»	58000,0	26,0	ГПБ	58,0
ОАО «Аэропорт Пулково»	50000,0	100	Администрация г. Санкт-Петербург	2549,0
ОАО «ПО "Водоканал города Ростова-на-Дону"»	37125,5	25	г. Ростов-на-Дону	1550,0
ООО «Концессия теплоснабжения»	29600,0	26	ГПБ	1,0
ООО «РТ-Инвест Транспортные Системы»	28900,0	12,5	Ростех	650,1
ЗАО «Медицинская компания ИДК»	3000,0	50	г. Самара	3,2
ОАО «Курскоблводоканал»	13,9	100	Курск	13,1
МУП «Коммунальщик»	19,0	100	г. Геленджик	2,1
ООО «Мамон-тепловая»	0,1	25	Администрации Верхнемамонского района	0,01

**Источник:** рассчитано автором на основе базы данных сайта «Платформа инфраструктурных проектов»<sup>5</sup>, бухгалтерской отчетности компаний и открытых источников в сети «Интернет».

Совокупная оценка государственного участия в капитале частных партнеров, рассчитанная на основе приведенных данных

<sup>5</sup> Официальный сайт «Платформа инфраструктурных проектов». URL: <http://www.pppi.ru/projects> (дата обращения: 01.01.2018).

в таблице 1, составляет 57%, что свидетельствует о существенном государственном влиянии на деятельность данных компаний. Кроме того, частные партнеры с государственным участием чаще встречаются в крупнейших ГЧП проектах, чем в небольших, а именно: в 11 из топ-20 проектов по стоимости реализации частные партнёры – квазигосударственные компании.

Незаинтересованность частных инвесторов вкладывать собственные средства в реализацию ГЧП проектов имеет под собой экономические основания. Как показано в работе «Практика реализации проектов с государственным участием в России и риски их развития» [Пастуханов, 2018], проекты государственно-частного партнерства в России – это проекты капиталоемкие и долгосрочные. Средняя стоимость реализации ГЧП проекта строительства транспортной инфраструктуры составляет 23 512 млн руб., информационно-коммуникационной инфраструктуры – 2211 млн руб. При этом около 62% заключенных контрактов имеют срок реализации 10 лет и выше. Очевидно, что инвестиции в такие проекты в условиях российской экономики крайне рискованны.

Таким образом, разработка модели финансирования ГЧП проектов должна учитывать их высокую капиталоемкость, длительный срок инвестирования, а также принимать во внимание рыночные условия и готовность частных инвесторов участвовать в их реализации.

В связи с этим *целью* данного исследования стала оценка источников частных инвестиций – собственных средств частных партнёров, банковского кредитования и инфраструктурных облигаций – с точки зрения их применимости для финансирования ГЧП проектов. Исследование базировалось на анализе нормативно-правовых актов Российской Федерации, публикуемой статистической информации Росстата и Банка России, практики реализации ГЧП проектов в России, а также на обзоре рынка инфраструктурных и концессионных облигаций.

### **Использование собственных средств частных партнеров для финансирования ГЧП проектов**

В настоящее время собственные средства частных партнеров являются одним из главных источников финансирования российских ГЧП проектов по ряду причин. Специфика реализации данных проектов, а также особенная сфера реализации –

строительство инфраструктурных объектов – требуют от частных партнёров наличия значительной материально-технической базы, которая формируется преимущественно за счёт вклада учредителей. Кроме того, наличие достаточного уровня собственного капитала является основой финансовой стабильности компании, её кризисоустойчивости, а также влияет на возможность привлечения заемных средств, без которых реализация масштабных проектов не представляется возможной.

Использование собственных средств в качестве источника для долгосрочного финансирования проектов ГЧП возможно в двух случаях – создание специальной проектной компании (далее – СПК) [Delmon, 2017] или дополнительная эмиссия акций для функционирующих акционерных обществ.

Создание СПК для целей реализации ГЧП проектов является распространенной практикой как в России, так и за рубежом [Судас и др., 2011; Федотова, Никонова, 2012].

СПК в России образуются преимущественно в форме обществ с ограниченной ответственностью и поэтому имеют ограничения на увеличение капитала за счет привлечения новых участников (п. 3 ст. 7 федерального закона от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»)<sup>6</sup>. Кроме того, для СПК характерно наличие высокой доли заемных средств в совокупных активах (см. табл. 6, показатель: доля заемного капитала в суммарных активах) [Варнавский, 2009], что свидетельствует об отсутствии широкого использования уставного капитала СПК в качестве источника финансирования ГЧП.

Второй возможный способ использования собственных средств – дополнительное увеличение уставного капитала существующих компаний [Варнавский, 2009], преимущественно акционерных обществ. Данный способ был использован, в частности, ОАО «Новая концессионная компания» путем дополнительной эмиссии акций на общую сумму 2 млрд руб. в 2015 г. и 2016 г.

Дополнительная эмиссия акций представляется привлекательным источником финансирования, так как не увеличивает долговую нагрузку компании. Кроме того, по данным Московской биржи, за период с 01.01.2015 по 01.01.2018 индекс МСЕХ вырос на 30%

---

<sup>6</sup> Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

(с 1 647,7 до 2 142,5)<sup>7</sup>, что свидетельствует о росте капитализации российских акционерных компаний и увеличении спроса на акции российских эмитентов.

Однако использование дополнительной эмиссии акций в качестве источника финансирования недоступно для большинства частных партнёров, среди которых акционерные общества встречаются лишь в 35% случаев (табл. 2).

Таблица 2. Юридические лица, участвующие в реализации ГЧП проектов

Юридическое лицо	Количество проектов	Объем инвестиций, млрд руб.	Доля, %
Общества с ограниченной ответственностью	1 558	1 429,6	59,5
Акционерные общества	478	839,0	34,9
Индивидуальные предприниматели	67	9,4	0,4
Муниципальные унитарные предприятия	56	0,7	0,03
Государственные корпорации	1	0,3	0,01
Прочие	76	122,1	5,1
<b>ИТОГО</b>	<b>2 236</b>	<b>2 401,1</b>	<b>100</b>

Преобладание среди частных партнёров обществ с ограниченной ответственностью (далее – ООО) существенно лимитирует использование собственных средств в качестве источника финансирования. Это связано как с упомянутыми законодательными ограничениями на количество участников в капитале ООО, так и с ограниченностью свободного обращения долей и паев ООО на рынке.

Проанализировав 40 компаний из нашей выборки по величине капитала, мы установили, что средний размер уставного капитала по медиане для ООО составляет 15 тыс руб., для акционерных обществ – 10 000 тыс руб.

На сегодняшний день среди требований, предъявляемых к частным партнерам для участия в конкурсе на заключение соглашения о ГЧП, отсутствуют ограничения по минимальным размерам капитала. По мнению автора, это является серьезным упущением, так как реализация масштабных проектов компаниями с уставным капиталом в размере 10–15 тыс руб. представляется крайне высокорискованной.

<sup>7</sup> Официальный сайт ПАО «Московская биржа». Основные индексы акций. URL: <http://www.moex.com/ru/index/MICEXINDEXCF/archive/#/from=2014-01-01&till=2018-01-01&sort=TRADEDATE&order=desc> (дата обращения: 01.01.2018).

**Таблица 3. Юридические лица, участвующие в реализации ГЧП проектов (на основе выборки)**

Юридическое лицо	Количество компаний в выборке	Доля, %	Среднее значение уставного капитала, тыс руб.	Максимальное значение УК, тыс руб
Общества с ограниченной ответственностью	25	63	15	2 192 000
Акционерные общества	14	35	10 000	8 793 844
Муниципальные унитарные предприятия	1	3	2 084	2 084

Итак, основными сдерживающими факторами использования собственных средств в качестве источников финансирования ГЧП-проектов являются: 1) преобладание среди частных партнеров ООО, что накладывает ограничения на дополнительное увеличение уставного капитала; 2) низкая заинтересованность со стороны рынка в приобретении паев и долей СПК, ввиду ограниченности их обращения и низкой транспарентности бизнеса; 3) отсутствие в законодательстве требований к минимальному уровню собственного капитала частных партнеров.

Несмотря на это, капитал частных партнеров остается главной составляющей успешной реализации ГЧП проекта. Поскольку создание СПК является наиболее предпочтительной формой привлечения частного финансирования, размер формируемого уставного капитала СПК, на наш взгляд, должен отвечать масштабам реализации ГЧП проекта, обеспечивая финансовую устойчивость СПК, и регулироваться законодательством.

### **Банковское кредитование ГЧП проектов**

Использование банковского кредитования имеет ряд преимуществ: низкие затраты на привлечение заемных средств, возможность увеличения объема кредита за счет увеличения залога и привлечения поручителей, гарантированность получения денежных средств в рамках кредитной линии, возможность как реструктуризации задолженности, так и её досрочного погашения [Бобылева, 2012].

Однако данный, казалось бы, широко распространённый источник финансирования не представляется доступным для компаний, занимающихся реализацией ГЧП проектов по нескольким причинам.

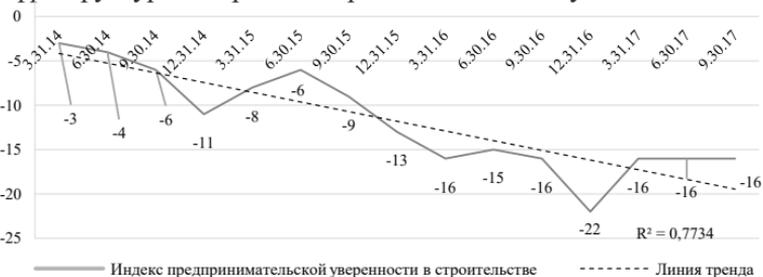
Во-первых, структура пассивов банков и их срочность не соответствуют целям долгосрочного кредитования [Ровенский и др., 2017; Мирошниченко, Сытник, 2017]. Согласно информации Банка России, размер средневзвешенных процентных ставок по кредитам топ-30 российских банков рассчитывается максимум на срок «свыше трех лет», что косвенно свидетельствует об ограниченном предложении долгосрочных кредитов. Между тем большинство проектов ГЧП (около 62%) имеют срок реализации 10 лет и выше.

Во-вторых, банковское кредитование в России остается довольно дорогим способом финансирования. Несмотря на то, что с января по сентябрь 2017 г. процентная ставка по кредитам «свыше трех лет» снизилась с 12,84% до 9,62%, ее среднее значение за период составило 12,31%. Кроме того, реальная стоимость кредита, как правило, выше номинальной процентной ставки, поскольку включает комиссии, уплачиваемые банкам, а также иные дополнительные расходы по договору. В то же время, принимая во внимание долгосрочный характер инвестиций и высокие затраты на строительство инфраструктурных объектов, средняя доходность ГЧП проектов в перспективе 10–15 лет едва достигает 13–15%. Превышение стоимости заемных средств над доходностью компании создает дополнительные убытки, что потенциально приводит к необходимости реструктуризации задолженности, а в долгосрочной перспективе – к банкротству.

В-третьих, банки не заинтересованы в финансировании ГЧП проектов [Бондаренко, Одинцов, 2017]. Как было показано, при реализации ГЧП проектов создается СПК, которая не имеет ни достаточного капитала, ни кредитной истории, ни данных бухгалтерской отчетности, ни опыта работы на рынке. Выдача кредитов под прогнозируемые денежные потоки проекта банками рассматривается как рискованное вложение, требующее формирования дополнительного резерва и ведущее к снижению доходности. Даже наличие залога, дополнительных поручительств и безупречной деловой репутации не всегда гарантирует одобрение банком таких кредитов, так как будущие потоки долгосрочных строительных проектов слабо прогнозируемы и характеризуются высокой волатильностью.

В-четвертых, кризис в строительной отрасли [Макарова, Арламов, 2017] оказал негативное влияние на реализацию ГЧП проектов. Ввиду того, что частные партнеры, участвующие в таких

проектах, являются преимущественно строительными компаниями, проблемы отрасли сказываются на их деятельности. Согласно данным Росстата, индекс предпринимательской уверенности в строительстве с 1-го квартала 2014 г. по 1-й квартал 2017 г. снизился с -3 до -16 и на протяжении 1–3-го кварталов 2017 г. оставался на одном уровне, что свидетельствует об определённой стагнации в строительной отрасли, а также о наличии негативных факторов, сдерживающих производственную деятельность строительных компаний<sup>8</sup>. По состоянию на 30 сентября 2017 г. Росстат относит к числу главных факторов, сдерживающих развитие отрасли, высокий уровень налогов, растущую стоимость материалов, конструкций, изделий, дефицит заказов на работы, неплатежеспособность заказчиков и недостаток финансирования (рис. 2). Кризис в строительной отрасли делает банковское кредитование для реализации инфраструктурных проектов практически недоступным.



**Источник:** Росстат [URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/building/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/building/#) (дата обращения: 01.01.2018)].

Рис. 2. Индекс предпринимательской уверенности в строительстве

В-пятых, в современном законодательстве не закреплено льготное кредитование банками компаний, участвующих в реализации социально значимых ГЧП проектов, что существенно ограничивает использование данного источника финансирования. Отсутствие законодательных преференций для банков, а также государственных гарантий снижает заинтересованность кредитных организаций в выдаче займов под реализацию ГЧП проектов.

<sup>8</sup> Официальный сайт Росстата. Индекс предпринимательской уверенности в строительстве. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/building/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/building/#) (дата обращения: 01.01.2018).

Таким образом, использование банковского кредитования сдерживают следующие факторы: незаинтересованность банковского сектора в кредитовании ГЧП проектов ввиду наличия существенных рисков невозврата задолженности и нестабильности строительной отрасли; дороговизна банковских кредитов для самого бизнеса; отсутствие предложений со стороны банков по кредитам, которые бы соответствовали объёму требуемого финансирования и срокам реализации ГЧП проектов.

### **Выпуск инфраструктурных и концессионных облигаций в целях финансирования ГЧП проектов**

Проблема использования инфраструктурных облигаций для финансирования ГЧП проектов обсуждается с момента принятия закона № 115-ФЗ, и до сих пор остается актуальной по причине ограниченности бюджетных и недоступности банковских ресурсов для этих целей. Выпуск инфраструктурных облигаций рассматривается как надежный источник финансирования, способный позитивно сказаться на увеличении объемов и темпов инвестирования в ГЧП и стать основой для его дальнейшего развития в России. Данные обстоятельства объясняют интерес со стороны компаний и органов государственной власти к закреплению инфраструктурных облигаций на законодательном уровне<sup>9</sup> [Макаревич, 2011; Иванов, 2011].

Начиная с 2008 г. в России стали появляться нормативные документы, предусматривающие возможность использования механизма инфраструктурных облигаций. К их числу относятся, например, Стратегия развития железнодорожного транспорта в РФ до 2030 г.,<sup>10</sup> Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г.<sup>11</sup> и др.

Одной из последних инициатив по развитию рынка инфраструктурных облигаций стал проект Банка России «Совершенствование механизмов выпуска и обращения облигаций с целью

---

<sup>9</sup> Качалина Т. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России? [Эл. ресурс] // URL: <http://www.rcb.ru/lp/2009-00/22946/> (дата обращения: 01.01.2018).

<sup>10</sup> Распоряжение Правительства РФ от 17.06.2008 № 877-р «Об утверждении Стратегии развития железнодорожного транспорта в РФ до 2030 г.».

<sup>11</sup> Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 № 2043-р «Об утверждении стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 г.».

привлечения финансирования в инфраструктурные проекты»<sup>12</sup> (табл. 4). Проект рассчитан на срок до 1 января 2019 г., и его цель заключается в повышении привлекательности инфраструктурных проектов и снижении рисков для их инвесторов.

**Таблица 4. Эмитенты инфраструктурных и концессионных облигаций**

Эмитент (количество выпусков)	Объем эмиссии, млн руб.	Стоимость про- екта ГЧП (при наличии)	Объем эмиссии к стоимости проекта, %	Отрасль
<i>Инфраструктурные облигации</i>				
РЖД (33)	562 250	-	-	Транспорт
ФСК ЕЭС (7)	70 000	-	-	Энергетика
Резервная трастовая компания (4)	35 300	-	-	Финансовые институты
Западный скоростной диаметр (5)	25 000	212 720	12	Строительство и девелопмент
Ямал СПГ (2)	4 600	-	-	Нефтегазовая отрасль
<i>Концессионные облигации</i>				
Главная дорога (6)	26 873	25 500	105	Строительство и девелопмент
Магистраль двух столиц (3)	26 250	76 800	34	Строительство и девелопмент
ТКК (5)	11 913	30 000	40	Транспорт
СЗКК (2)	10 000	59 600	17	Строительство и девелопмент
Концессии водоснабжения (4)	6 400	29 600	22	Коммунальные услуги
Управление отходами (3)	6 350	7 192	88	Другие отрасли
Волга-Спорт (2)	3 300	3 193	103	Строительство и девелопмент
Концессии теплоснабжения (1)	2 000	29 600	7	Коммунальные услуги
Управление отходами – Волгоград (1)	1 200	-	-	Другие отрасли
Управление отходами – НН (1)	1 150	1 355	85	Другие отрасли
Экология-Новосибирск (1)	1 000	6 500	15	Другие отрасли

**Источник:** на основе данных сайта Cbonds.ru<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Официальный сайт Банка России. Проект: «Совершенствование механизмов выпуска и обращения облигаций с целью привлечения финансирования в инфраструктурные проекты» [Эл. ресурс] // URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/17117/presentation-15\\_2017-08-22.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/17117/presentation-15_2017-08-22.pdf) (дата обращения: 12.02.2018).

<sup>13</sup> Официальный сайт информационного агентства Cbonds.ru URL: <http://ru.cbonds.info> (дата обращения: 12.02.2018).

По состоянию на 31.12.2017 на финансовом рынке обращаются инфраструктурные и концессионные облигации 16 эмитентов, общий объем эмиссии которых составляет 793 586 млн руб. Как показано в таблице 4, 11 эмитентов выпускают облигации для финансирования именно ГЧП проектов, причем у двух эмитентов – «Главная дорога» и «Волга-Спорт» – объем эмиссии соответствует стоимости ГЧП контракта. Выпуски бумаг таких эмитентов, как РЖД, ФСК ЕЭС, Резервная трастовая компания, Ямал СПГ, Управление отходами – Волгоград, не имеют цели реализации ГЧП проектов, и поэтому далее в исследовании не рассматриваются.

Как следует из анализа выпуска концессионных и инфраструктурных облигаций, отличительными особенностями данных видов ценных бумаг являются: 1) специфическая цель выпуска – привлечение финансовых ресурсов для реализации инфраструктурных проектов, в том числе на условиях ГЧП; 2) отсутствие обеспечения по данным облигациям; 3) отсутствие международных рейтингов у эмитентов и выпусков (исключение – бумаги РЖД); 4) наличие плавающей ставки купона с привязкой к динамике ВВП, инфляции, эффективной ставке доходности ОФЗ, ставке недельного РЕПО ЦБ, ключевой ставке, LIBOR; 5) срок до погашения по данным бумагам составляет в среднем 15 лет; 6) эмитенты – преимущественно компании строительной отрасли; 7) ориентация на привлечение средств институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, кредитных организаций, страховых компаний).

Для оценки привлекательности инфраструктурных и концессионных облигаций для инвесторов необходимо проанализировать рыночные показатели данных бумаг и провести финансовый анализ эмитентов.

Рыночным показателем мы выбрали ставку купона. Данный индикатор – один из самых важных, так как величина купона непосредственно влияет на цену облигации и на доходность к погашению. Бенчмарком для сравнения послужили значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (далее – кривая доходности ОФЗ, G-Curve). Ввиду того, что инфраструктурные и концессионные облигации имеют плавающую купонную ставку, для анализа использовались значения показателя купона по последним выплатам, и количество лет до погашения рассчитывалось

от даты последней выплаты. Полученные значения по купонам сравнивались со значениями кривой доходности ОФЗ, имеющими сопоставимый срок до погашения. В таблице 5 представлены результаты проведённых расчётов.

**Таблица 5. Отклонение ставок купона от доходности бескупонных облигаций**

Бумага	Срок до погашения от даты последней выплаты по купону, лет	Ставка последней купонной выплаты, %	Отклонение от G-curve, %
Волга-Спорт, 01	5	10,1	2,06
Волга-Спорт, 02	7	11,3	2,31
Главная дорога, 03	11	7,5	-2,50
Главная дорога, 06	11	7,5	-2,50
Главная дорога, 07	12	7,5	-2,50
Западный скоростной диаметр, 01	13	10,4	-0,56
Западный скоростной диаметр, 02	13	10,4	-0,56
Западный скоростной диаметр, 03	14	9,8	-1,16
Западный скоростной диаметр, 04	14	9,8	-1,16
Западный скоростной диаметр, 05	14	9,8	-1,16
Концессии водоснабжения, 01	13	13,0	2,00
Концессии водоснабжения, 02	14	12,5	1,50
Концессии водоснабжения, 03	14	12,0	1,00
Магистраль двух столиц, A1	12	13,5	3,45
Магистраль двух столиц, A2	12	13,3	3,25
СЗКК, 03	14	7,6	-3,40
СЗКК, 04	14	7,6	-3,40
ТКК, класс А1	16	12,5	1,50
ТКК, класс Б	29	13,5	0,50
Управление отходами – НН, 01	4	7,1	-0,90
Управление отходами, 01	7	16,9	7,90
Управление отходами, 02	8	16,9	6,90

**Источник:** на основе данных сайта Cbonds.ru<sup>14, 15</sup>

Мы выяснили, что бумаги таких эмитентов, как АО «Главная дорога», АО «Западный скоростной диаметр», ООО СЗКК представляются наименее привлекательными по соотношению

<sup>14</sup> Официальный сайт информационного агентства Cbonds.ru. URL: <http://ru.cbonds.info> (дата обращения: 12.02.2018).

<sup>15</sup> Официальный сайт Банка России. Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых). URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/zcyc\\_params/](http://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/) (дата обращения: 12.02.2018).

риск/доходность. Наиболее доходными являются облигации АО «Управление отходами», ставки купона по которым существенно выше значений кривой ОФЗ. Высокую ставку купона также имеют облигации ООО «Магистраль двух столиц». Остальные бумаги дают купонную доходность чуть выше значений кривой доходности ОФЗ, и для получения выгоды от их приобретения инвесторам необходимо удерживать данные ценные бумаги до погашения, что в условиях российской экономики представляется чрезвычайно рискованным.

Для оценки привлекательности ценных бумаг также важен анализ финансового состояния эмитентов. Автором были рассмотрены несколько наиболее важных показателей, которые свидетельствуют о финансовом положении эмитентов инфраструктурных и концессионных облигаций (табл. 6).

Таблица 6. Коэффициентный анализ финансового состояния эмитентов за 2015–2017 гг.

Названия строк	30.09.17	30.06.17	31.03.17	31.12.16	31.12.15
<i>Текущая ликвидность</i>					
Волга-Спорт	19,9	5,0	5,9	7,5	4,2
Главная дорога	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Западный скоростной диаметр	1,4	1,5	0,7	0,5	19,4
Концессии водоснабжения	1,3	1,4	1,1	1,1	0,7
Магистраль двух столиц	0,6	0,5	0,7	1,1	1,4
СЗКК	-	0,4	0,4	0,4	0,4
Управление отходами	2,4	2,0	2,8	5,0	2,5
<i>Рентабельность активов, %</i>					
Волга-Спорт	1,2	0,7	0,3	0,6	1,1
Главная дорога	-1,6	-1,3	-0,9	-6,9	-3,4
Западный скоростной диаметр	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	-0,4
Концессии водоснабжения	1,3	0,3	0,1	0,2	0,5
Магистраль двух столиц	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	-1,3
СЗКК	-	0,7	0,1	0,0	0,2
Управление отходами	-4,7	-3,5	-2,2	0,3	-8,3
<i>Оборачиваемость активов</i>					
Волга-Спорт	0,19	0,11	0,06	0,27	0,25
Главная дорога	0,06	0,04	0,02	0,07	0,07
Западный скоростной диаметр	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Концессии водоснабжения	0,22	0,15	0,08	0,33	0,40
Магистраль двух столиц	-	-	-	-	-
СЗКК	-	0,02	0,01	0,04	0,00

Окончание табл. 6

Названия строк	30.09.17	30.06.17	31.03.17	31.12.16	31.12.15
Управление отходами	0,04	0,03	0,01	0,05	0,04
<i>Доля заемного капитала в суммарных активах, %</i>					
Волга-Спорт	92,7	93,9	94,2	94,4	95,4
Главная дорога	113,0	112,9	112,5	111,6	104,3
Западный скоростной диаметр	37,8	37,8	38,8	39,2	18,2
Концессии водоснабжения	97,7	98,7	98,8	99,6	97,7
Магистраль двух столиц	101,8	102,3	102,2	102,1	101,1
СЗКК	-	96,5	97,1	97,1	97,2
Управление отходами	76,7	74,6	72,3	69,5	107,5
<i>Коэффициент финансовой устойчивости</i>					
Волга-Спорт	0,09	0,15	0,13	0,11	0,12
Главная дорога	0,27	0,27	0,28	0,30	0,35
Западный скоростной диаметр	0,65	0,65	0,71	0,72	0,82
Концессии водоснабжения	0,26	0,25	0,29	0,31	0,52
Магистраль двух столиц	0,46	0,30	0,31	0,32	0,26
СЗКК	-	0,37	0,38	0,38	0,40
Управление отходами	0,30	0,33	0,34	0,35	0,05
<i>Чистые активы, млн рублей</i>					
Волга-Спорт	202,0	193,2	179,7	169,9	152,3
Главная дорога	-3318,6	-3256,5	-3134,1	-2916,7	-1174,8
Западный скоростной диаметр	124889,4	125511,1	125895,5	123668,8	122133,1
Концессии водоснабжения	207,6	116,6	95,2	32,1	75,4
Магистраль двух столиц	-920,4	-859,0	-823,3	-775,5	-553,6
СЗКК	-	2403,9	2011,4	1936,8	1776,6
Управление отходами	2205,4	2332,9	2458,2	2649,6	-323,0

**Источник:** рассчитано автором на основе отчетности компаний.

Как мы видим, главные проблемы эмитентов – отсутствие поступлений от основного вида деятельности и незначительный объём реализации продукции (об этом, в частности, свидетельствуют низкие показатели оборачиваемости активов). Эмитенты вкладывают больше, чем зарабатывают, что характерно для проектных компаний. Увеличивающиеся убытки негативно влияют на динамику показателя рентабельности активов и уменьшают капитал. Так, чистые активы (далее – ЧА) рассматриваемых эмитентов имеют тенденцию к снижению, а у АО «Главная дорога» и ООО «Магистраль двух столиц» – принимают отрицательные значения. С этим связана следующая проблема эмитентов – недостаток собственного капитала. Показатель «доля заёмных

средств» в суммарных активах для большинства компаний приближается к 100% (а у двух эмитентов, с отрицательными ЧА, превышает 100%). Проблема усугубляется недостатком ликвидности у таких эмитентов, как АО «Главная дорога», ООО «Магистраль двух столиц», ООО СЗКК, коэффициент текущей ликвидности у них меньше единицы или приближается к нулю. Кроме того, у всех компаний наблюдаются низкие значения коэффициента финансовой устойчивости, что свидетельствует о наличии большого риска неплатежеспособности.

Проведённый экспресс-анализ говорит о том, что эмитенты имеют существенные риски невыполнения своих обязательств и высокую вероятность банкротства. В связи с этим приобретение облигаций данных эмитентов для институциональных инвесторов представляется малопривлекательным, даже несмотря на наличие льготного порядка инвестирования в данные бумаги для отдельных инвесторов – негосударственных пенсионных фондов [Заболотский, 2017].

Подводя итог рассмотрению инфраструктурных и концессионных облигаций в качестве источника финансирования ГЧП проектов, стоит отметить следующие сдерживающие факторы такого финансирования: 1) наличие высокой долговой нагрузки на капитал эмитентов, что создает высокие риски банкротства; 2) ограниченность круга инвесторов, заинтересованных в приобретении инфраструктурных и концессионных облигаций; 3) недоступность пенсионных накоплений НПФ в качестве источников финансирования по причине заморозки пенсионных накоплений до 2020 г. и, как следствие, нехватка инвестиционных ресурсов у НПФ<sup>16</sup> для рискованного инвестирования; 4) наличие ограничений на объем инвестиций для выпуска облигаций, а именно: сумма капитальных затрат по проекту должна составлять не менее 1 млрд руб.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Официальный сайт журнала Forbes. Статья: «Цена экономии. Россия потеряет 6 трлн рублей из-за заморозки пенсионных накоплений» [Электронный ресурс] // URL: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/354599-cena-ekonomii-rossiya-poteryaet-6-trln-rublej-iz-za-zamorozki-pensionnyh> (дата обращения: 12.02.2018).

<sup>17</sup> Официальный сайт Министерства экономического развития РФ. Рекомендации по реализации проектов государственно-частного партнерства. Лучшие практики [Электронный ресурс] // URL: <http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/723e4b43-2e71-43fb-aedf-dfa3ba54998d/metodicrecommend.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=723e4b43-2e71-43fb-aedf-dfa3ba54998d> (дата обращения: 12.02.2018).

Стоит заметить, что рассматриваемые объемы эмиссии концессионных и инфраструктурных облигаций в России имеют незначительную долю на рынке корпоративных облигаций. Кроме того, только 11 частных партнеров из 1030 компаний являются эмитентами облигаций, что также свидетельствует о непривлекательности использования данного источника финансирования.

## **Заключение**

В статье были проанализированы возможные источники привлечения частного финансирования в целях реализации ГЧП проектов. Как показали результаты исследования, каждый из источников – собственные средства, банковское кредитование и выпуск концессионных облигаций – имеет свои ограничения и не может выступать в качестве основного источника финансирования. Более того, представляется очевидным, что законодательное закрепление инфраструктурных облигаций и снижение барьеров для выхода концессионеров на рынок облигаций не создадут прорывного эффекта для отрасли и не повысят заинтересованность частных инвесторов в реализации ГЧП проектов.

По мнению автора, дальнейшая судьба ГЧП в России будет в большей степени зависеть от государственного финансирования. Крупные ГЧП проекты реализуются компаниями с государственным участием и компаниями, близкими к государственным структурам, у которых отсутствуют проблемы с финансированием. Однако для небольших компаний-концессионеров источники частного финансирования остаются закрытыми, и проблема поиска путей привлечения частных инвестиций в небольшие ГЧП проекты остается вне государственного внимания.

Среди основных сдерживающих факторов привлечения длинных денег в ГЧП проекты стоит отметить неэффективное регулирование инвестиций некредитных финансовых организаций (НФО). Несмотря на то, что льготный режим инвестирования в инфраструктуру законодательно закреплен, контроль за инвестициями НФО со стороны регулятора усиливается, что приводит к сокращению дюрации портфелей НФО. В результате страховые компании не инвестируют в инфраструктуру, а вложения НПФ в ГЧП проекты в России незначительны – около 2,3% от общего объема активов фондов. Однако в западных странах пенсионные

фонды – активные инвесторы в инфраструктуру. Например, инвестиции канадских пенсионных фондов OMERS и OTPP составляют 14,7% и 8,3% от стоимости активов фондов, инвестиции австралийских фондов Health Employees Superannuation Trust Australia и Australian Super – 9,2% и 9,1%<sup>18</sup>.

В связи с этим, для дальнейшего развития ГЧП в России необходимы меры системного характера, касающиеся как проработки законодательства в части определения способов привлечения частного финансирования в различные по масштабам ГЧП проекты, так и принятия экономических решений, способствующих увеличению предложения длинных денег в экономике.

## Литература

*Бобылева А. З.* Финансовый менеджмент: проблемы и решения. Общество с ограниченной ответственностью Издательство ЮРАЙТ, 2012.

*Бондаренко В. В., Одинцов Н. В.* К вопросу об участии банковской системы в развитии реального сектора экономики России //Фундаментальные исследования. 2017. № 8 (ч. 1). С. 130–135.

*Варнавский В. Г.* Государственно-частное партнерство. М.: ИМЭМО РАН, 2009. В 2-х т. Т. 1.

*Ершов М.* Россия и мир: насколько устойчив экономический рост? Риски и препятствия //Вопросы экономики. 2017. № 12. С. 63–80.

*Заболотский Е. Д.* Использование механизмов государственно-частного партнерства негосударственными пенсионными фондами Российской Федерации //Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2017. № 2. С. 22–44.

*Иванов М. Е.* Активизация долгосрочных инвестиций для строительства и модернизации объектов инфраструктуры региона посредством инфраструктурных облигаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 41.

*Макарова В. О., Арламов Е. А.* Анализ современного состояния строительной отрасли в РФ //Экономика и предпринимательство. 2017. № 5–2. С. 751–757.

*Макаревич К. А.* Инфраструктурные облигации: иностранный опыт и нормативно- правовое регулирование в России // Вопросы экономики и права. 2011. № 2.

*Миросниченко О. С., Сытник М. М.* Банковское долгосрочное кредитование корпоративных заемщиков и экономический рост в России //Экономика. Бизнес. Банки. 2017. № 2. С. 20–38.

*Пастуханов А. Е.* Практика реализации проектов с государственным участием в России и риски их развития // ЭКО. 2018. № 2. С. 177–189. *Ровенский Ю. А., Наточеева Н. Н., Полетаева В. М.* Социально-экономические

---

<sup>18</sup> OECD Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds: Report on pension funds long-term investment, 2015. – 60 p. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2015-Large-Pension-Funds-Survey.pdf>

проблемы, снижающие финансовую устойчивость российских кредитных организаций // Деньги и кредит. 2017. № 2. С. 69.

Соколов М. Ю., Маслова С. В. Управление рисками в проектах государственно-частного партнерства // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент. 2013. № 4.

Судас Л. Г., Бобылева А. З., Львова О. А. Зарубежный опыт проектного финансирования в сфере энергетики // Государственное управление. Электронный вестник. 2011. № 29.

Федотова М. А., Никонова И. А. Перспективы развития проектного финансирования в России // Финансы и кредит. 2012. № 28 (508).

Delmon J. Public-private partnership projects in infrastructure: an essential guide for policy makers. Cambridge University Press, 2017.

Boussabaine A. Cost Planning of PF and PPP Building Projects // Taylor & Francis, 2007. P. 84–104.

OECD Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds: Report on pension funds long-term investment, 2015. 60 p. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2015-Large-Pension-Funds-Survey.pdf>

Статья поступила 11.04.2018.

## Summary

*Pastukhanov A. E., Lomonosov Moscow State University, Moscow*

### **Private Financing of PPP Projects in Russia: Possibilities and Risks**

This article is devoted to the analysis of using internal funds, bank crediting, issue of concessionary bonds for financing PPP projects in Russia. It is shown, that nowadays private financing of PPP projects deals with a systemic crisis in Russia, which is characterized both by the lack of long money and financial stability of private partners and also imperfection of the legal framework. Moreover, there is a problem with inefficient regulation of non-credit institutions investments and a lack of mechanism to attract investments into PPP projects. In this regard for the further development of PPP projects the effective measures, concerning the legislation for attraction of private investments into different PPP projects and economic actions to encourage the increase of long money in economy are required.

*Public private partnership; infrastructural bonds; concessionary bonds; bank crediting; internal funds; financial resources; financial risks; state participation*

## References

Bobileva A. Z. (2012). Finansovyy menedzhment: problemy i resheniya. URIT Publ. (In Russ.)

Bondarenko V. V., Odintsov N. V. (2017). To the question of the banking system participation in development of the real sector of Russian economy. *Fundamental'nye issledovaniya [Fundamental Research]*. No. 8 (Vol. 2). Pp. 130–135. (In Russ.)

Varnavskij V. G. (2009). Gosudarstvenno-chastnoe partnerstvo. Moscow, IMEMO RAS. Vol. 1. Pp. 127–128. (In Russ.)

Ershov M. V. (2017). Russia and the world: How sustainable is economic growth? Risks and barriers. *Voprosy Ekonomiki. [Voprosy Ekonomiki]*. No. 12. Pp. 63–80. (In Russ.)

Zabolotskij E.D. (2017). Using financial instruments of PPP projects for NSPF's investment. *Vestnik Moskovskogo Universiteta. [Moscow University Economics Bulletin]*. No. 2. Pp. 22–44. (In Russ.)

Ivanov M.E. (2011). Aktivizaciya dolgosrochnyh investicij dlya stroitel'stva I modernizacii objektov infrastruktury regiona posredstvom infrastrukturnyh obligacij. *Finansovaya Analitika Problemy i Resheniya. [Financial Analytics: Science and Experience]*. No. 41. (In Russ.)

Makarova V.O., Arlamov E.A. (2017). Analiz so vremennogo sostoyaniya stroitel'noj otrasli v RF. *Ekonomika i Predprinimatel'stvo. [Journal of Economy and Entrepreneurship]*. No. 5 (2). Pp. 751–757. (In Russ.)

Makarevich K.A. (2011). Government support projects based on public-private partnerships: financial and legal aspects. *Voprosy Ekonomiki i Prava. [Economic and Law Issues]*. No. 3. Pp. 252–259. (In Russ.)

Miroshnichenko O.S., Sytnik M.M. (2017). Long-term corporate lending and economic growth in Russia. *Ekonomika. Bisnes. BankiScientific. [Journal Economics Business Bank]*. No. 2. Pp. 20–38. (In Russ.)

Pastuhanov A.E. (2018). Realization of public participation projects in Russia and their development risks. *ECO [ECO]*. No. 2. Pp. 177–189. (In Russ.)

Rovenskiy YU.A. et al (2017). Social'no-ehkonomicheskie problemy, snizhayushchie finansovuyu ustojchivost' rossijskih kreditnyh organizacij. *Dengi i kredit. [Money and Finance]*. No. 2. P. 69. (In Russ.)

Sokolov M. Yu., Maslova S.V. (2013). Upravlenie riskami v proektah gosudarstvenno-chastnogo partnerstva. *Vestnik Sankt Peterburgskogo Universiteta. [Vestnik of Saint Petersburg University]. Management*. No. 4. (In Russ.)

Sudas L.G. et al (2011). Zarubezhnyj opyt proektnogo finansirovaniya v sfereehnergetiki. *Gosudarstvennoe Upravlenie. Elektronnyj Vestnik. [Public Administration]*. No. 29. (In Russ.)

Fedotova M.A., Nikonova I.A. (2012). Perspektivy razvitiya proektnogo finansirovaniya v Rossii. *Finansy i Kredit. [Finance and credit]*. No.28 (508). (In Russ.)

Delmon J. (2017). Public-private partnership projects in infrastructure: an essential guide for policy makers. Cambridge University Press.

Boussabaine A. (2013). Cost planning of PFI and PPP building projects. Routledge.

OECD Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds: Report on pension funds long-term investment, 2015. P. 60. Available at: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2015-Large-Pension-Funds-Survey.pdf>