DOI: 10.22394/2070-8378-2020-22-4-17-26

Модели механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства и особенности их функционирования

НИКИТА ВЯЧЕСЛАВОВИЧ ЛОКШИН, аспирант
Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Российская Федерация, 119606, Москва, проспект Вернадского, 84). E-mail: nikitalokshin19@gmail.com

Аннотация: В статье рассматривается механизм финансирования проектов государственно-частного партнерства (ГЧП) посредством анализа его моделей. Доказывается важность и необходимость применения вариативности в структурировании различных элементов механизма финансирования, что позволяет выявлять способы их результативного взаимодействия в целях повышения эффективности использования финансовых ресурсов при реализации проектов ГЧП. Обосновывается наличие базовых моделей механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства, в том числе прямое финансирование, проектное финансирование, финансирование с привлечением профессиональных участников рынка. Представлены схемы и алгоритмы их функционирования. Аргументировано, что в современных условиях целесообразно дополнять базовые модели механизма финансирования проектов ГЧП новыми элементами: отложенные налоговые платежи, облигации со специализированным назначением, элементы модели исламского механизма финансирования. Комбинирование новых и «классических» элементов способствует улучшению моделей механизма финансирования и ориентировано на расширение круга потенциальных инвесторов в проектах государственно-частного партнерства.

Ключевые слова: государственно-частное партнерство, механизм финансирования, проектное финансирование, концессия, риски, инфраструктурные облигации, отложенные налоговые платежи, исламское финансирование, фонд целевого капитала, эндаумент

Статья поступила в редакцию 27 января 2020 года.

Локшин Н.В. Модели механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства и особенности их функционирования. *Государственная служба.* 2020. № 4. С. 17–26.

MODELS OF FINANCING MECHANISM FOR PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP PROJECTS AND THE SPECIFICS OF THEIR FUNCTIONING

NIKITA V. LOKSHIN, post-graduate student
Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (84, Prospekt Vernadskogo, Moscow, Russian Federation, 119606). E-mail: nikitalokshin19@gmail.com

Abstract: This article considers the public-private partnership (PPP) projects financing mechanism through the analysis of its models. The importance and necessity of using variability in structuring of different elements of financing mechanism are proved, which allows to detect the ways of their effective interaction in order to increase the efficiency of using financial resources during PPP projects implementation. The existence of basic models for PPP projects financing mechanism is justified including direct financing, project financing and financing with professional participants in the securities market. The schemes and algorithms of their functioning are presented. The article argues that in the modern conditions it is expedient to supplement the basic models for PPP projects financing mechanism by the new elements: postponed tax payments, bonds with special purpose, elements of Islamic financing mechanism models. Combining new and classic elements contributes to improvement of financing mechanism models and focuses on expanding the circle of potential investors for PPP projects.

Keywords: public-private partnership, financing mechanism, project financing, concession, risks, infrastructure bonds, postponed tax payments, Islamic finance, endowment fund, endowment

The article was received on January 27, 2020.

Lokshin N.V. Models of financing mechanism for public-private partnership projects and the specifics of their functioning. *Gosudarstvennaya sluzhba*. 2020. № 4. P. 17–26.

Введение

Механизм финансирования – понятийная категория, обозначающая необходимость объединения воедино определенных элементов для бесперебойного обеспечения финансовыми ресурсами. Очевидно, что любой механизм имеет логику и структуру, он должен работать по заранее спланированному и скоординированному алгоритму действий. Иными словами, он призван выявлять слабые и сильные стороны функционирования и развития системы, формировать оптимальную последовательность применения различных ее элементов, процессов и процедур в обеспечении объекта управления финансовыми ресурсами и эффективном их использовании.

Выделение моделей механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства (далее – ГЧП) имеет как теоретическое, так и прикладное значение. Такой подход позволяет, во-первых, обобщить, систематизировать и классифицировать различные аспекты финансирования, во-вторых, выделить общее и особенное при моделировании механизма финансирования и, в-третьих, не просто фиксировать набор элементов, а выявлять способы их взаимодействия, обеспечивать это взаимодействие и оптимизировать его.

Структура механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства

Модели механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства базируются на следующих основаниях, детализация которых происходит в зависимости от формируемой модели (см. **рисунок 1**):

- нормативное правовое регулирование;
- инфраструктурное обеспечение;
- разделение выполняемых работ, ответственности (и рисков);
- способы возврата инвестиций.

Эксперты отмечают, что невозможно выделить единый стандартный макет государственно-частного партнерства [Кисель, 2012. С. 6]. Как правило, в мировой практике различают формы реализации проектов ГЧП на основе разделения ответственности между партнерами (см. **таблицу 1**).

Формы реализации проектов сопровождаются выбором модели механизма его финансирования. Более того, механизм финансирования ГЧП очень гибок: единственным ограничением здесь является лишь искусство того, кто его использует [Делмон, 2010. С. 8].

В проектах ГЧП и, соответственно, в моделях механизма их финансирования распределение рисков имеет принципиальное значение. Реализация проекта предусматривает определенный алгоритм, когда после выделения его характеристик (качественных и количественных) и анализа потенциальных рисков необходимо распределить их между партнерами, учитывая стоимость и ответственность, а также подготовленность к управлению рисками и их минимизации. Данное условие является основополагающим для управления рисками в проектах ГЧП; его выполнение предусматривает, что каждая сторона еще до начала проекта оценивает его реализуемость путем анализа

Рисунок 1. Базовые элементы механизма финансирования государственно-частного партнерства. *Источник: составлено автором*

Figure 1. Basic elements of a public-private partnership financing mechanism. *Source: compiled by the author*



Таблица 1. Формы ГЧП на основе выбора цели. *Источник: составлено по материалам [Резниченко, 2010. С. 70-71]*

Data chart 1. Forms of PPP based on target selection. *Source: compiled on the basis of [Reznichenko, 2010. P. 70-71]*

Форма	Основная цель
BOT (построй, эксплуатируй, передай)	использование опыта частной стороны для эффективного создания и эксплуатирования объекта до момента его передачи государству по факту истечения контракта
BOOT (построй, владей, эксплуатируй и передай)	необходимость передачи полного спектра ответственности за объект частной стороне на период его временной эксплуатации
BTO (построй, передай, эксплуатируй)	наличие возможности влиять на решения концессионера при эксплуатации объекта, поскольку он находится в собственности государства, а частная сторона лишь имеет возможность его эксплуатировать
DBFO (проектируй, построй, профинансируй, эксплуатируй)	необходимость комплексного развития территорий силами частного партнера
BOLT (построй, владей, сдай в аренду, передай)	необходимость привлечения частного финансирования в объекты, которые не могут эксплуатироваться частной стороной
BOO (построй, владей, эксплуатируй)	необходимость передачи объекта частной стороне для владения

стоимости всех рисков. В соответствии с классической теорией риски при реализации проектов должны быть делегированы той стороне, которая наиболее эффективно справляется с ними [Брейли, 2012. С. 664].

Наличие закрепленных способов возврата инвестиций используется для понимания источников такого возврата. Мотивы диверсификации обусловлены направленностью проекта: от социальных проектов с низкой коммерческой эффективностью до заведомо окупаемых, где результаты фактически зависят от деятельности частной стороны (например, проектов по строительству терминалов аэропортов).

Эксперты разделяют способы возврата инвестиций в проектах ГЧП на основе комбинации ряда источников [Алешин, 2017. С. 199; Вейс, 2017. С. 44]:

- платежи публичного партнера;
- сбор платы за услуги (товары, работы) с потребителей;
- иная коммерческая деятельность по регулируемым ценам (тарифам) или без дополнительных гарантий со стороны публичного партнера;
- минимальная гарантированная доходность.

Способы возврата инвестиций формируются путем вариативной комбинации источников возврата (представлены на **рисунке 2**).

Базовые модели механизма финансирования проектов ГЧП

Зарубежный и отечественный опыт свидетельствует о целесообразности выделения трех основных типов моделей механизма финансирования проектов ГЧП, которые в практической плоскости могут дополнять друг друга и обладают набором индивидуальных характеристик по ряду признаков (см. **таблицу 2**).

Первая модель – модель с использованием прямых методов финансирования проекта (см. **рисунок 3**). Ее отличительная особенность – наличие частной компании-инициатора проекта, которая

Рисунок 2. Способы возврата инвестиций при реализации проектов ГЧП. *Источник: составлено по материалам [Вейс, 2017. С. 44]*

Fig. 2. Methods of return on investment when implementing PPP projects. *Source: compiled on the basis of [Weiss, 2017. P. 44]*



Таблица 2. Модели механизма финансирования проектов ГЧП. *Источник: составлено автором*

Data chart 2. Models of the financing mechanism for the PPP projects. *Source: compiled by the author*

Прямое финансирование	Проектное финансирование	Финансирование с привлечением профессиональных участников рынка
1. Нормативное правовое регулирование		
Законодательство о ГЧП		
Законодательство о концессии		
		Законодательство о рынке ценных бумаг
2. Особенности инфраструктурной среды		
Привлекаются нефинансовые институты развития	Наличие специальной проектной компании Привлекаются финансовые и нефинансовые институты развития	
3. Субъекты финансирования		
Финансирование за счет средств инвестора и кредиторов	Финансирование осуществляется за счет группы инвесторов и кредиторов через проектную компанию	Финансирование в том числе за счет непрямых участников проекта
4. Разделение ответственности и рисков		
Высокий риск потери денежных средств для инвестора в случае нереализации проекта	Пропорциональное распределение рисков между финансирующей организацией и инициатором проекта	Риск снижения доходности проекта для профессиональных участников рынка минимален в случае гарантий государства
5. Способы возврата инвестиций		
Любой способ возврата инвестиций	Возврат инвестиций осуществляется путем коммерческой деятельности	Возврат инвестиций должен быть гарантирован государством
5. Форма ГЧП		
BOO (Построй, владей, эксплуатируй)	BOT (Построй, эксплуатируй, передай) BOOT (Построй, владей, эксплуатируй и передай) BTO (Построй, передай, эксплуатируй) BOLT (Построй, владей, сдай в аренду, передай) BOO (Построй, владей, эксплуатируй) DBFO (Проектируй, построй, профинансируй, эксплуатируй)	

осуществляет финансирование и принимает все риски реализации.

Поскольку компания рискует своими активами, в том числе не относящимися к проекту государственно-частного партнерства, частная сторона настаивает на необходимости использования закона о ГЧП для последующей возможности получения объекта в собственность. Финансовые институты развития не привлекаются по причине отсутствия их интереса в связи с малой масштабностью проекта.

Вторая модель механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства – модель с использованием проектного финансирования (см. **рисунок 4**).

Эта модель применяется для проектов, в финансировании которых задействованы финансовые средства различных организаций с созданием специальной проектной компании для снижения рисков, от имени которой и осуществляется проект. В механизме финансирования повышенный риск наблюдается у кредитных организаций по причине фактического отсутствия залогового имущества в деятельности проектной компании.

Нормативное правовое регулирование предусматривает наличие закона и о ГЧП и/или о концессии: выбор обусловливается фактической структурой проекта. Способы возврата инвестиций связаны с осуществлением коммерческой деятельности и не гарантируются государством, так как случаи, когда ин-

Рисунок 3. Модель: прямое финансирование (с указанием последовательности осуществляемых действий). *Источник: составлено автором*

Figure 3. Model: direct financing (indicating the sequence of actions to be taken). *Source: compiled by the author*

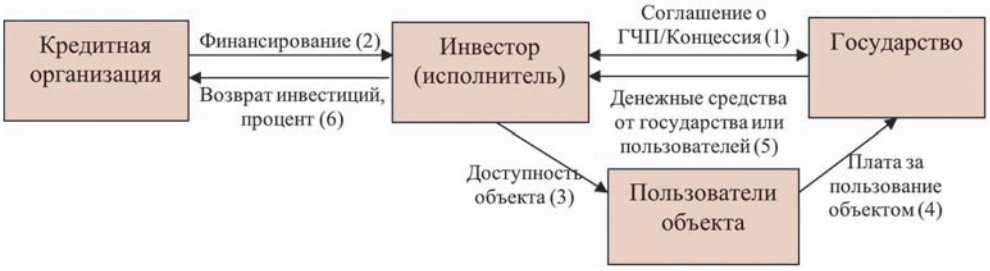


Рисунок 4. Модель: проектное финансирование (с указанием последовательности осуществляемых действий). *Источник: составлено автором*

Figure 4. Model: project financing (indicating the sequence of actions to be taken). *Source: compiled by the author*

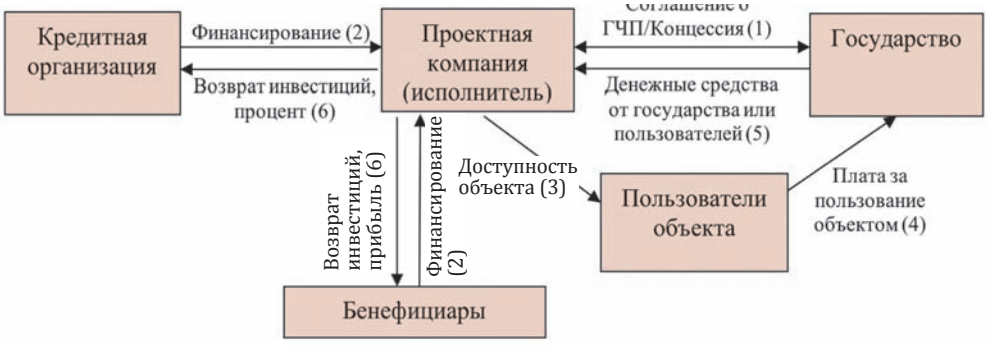
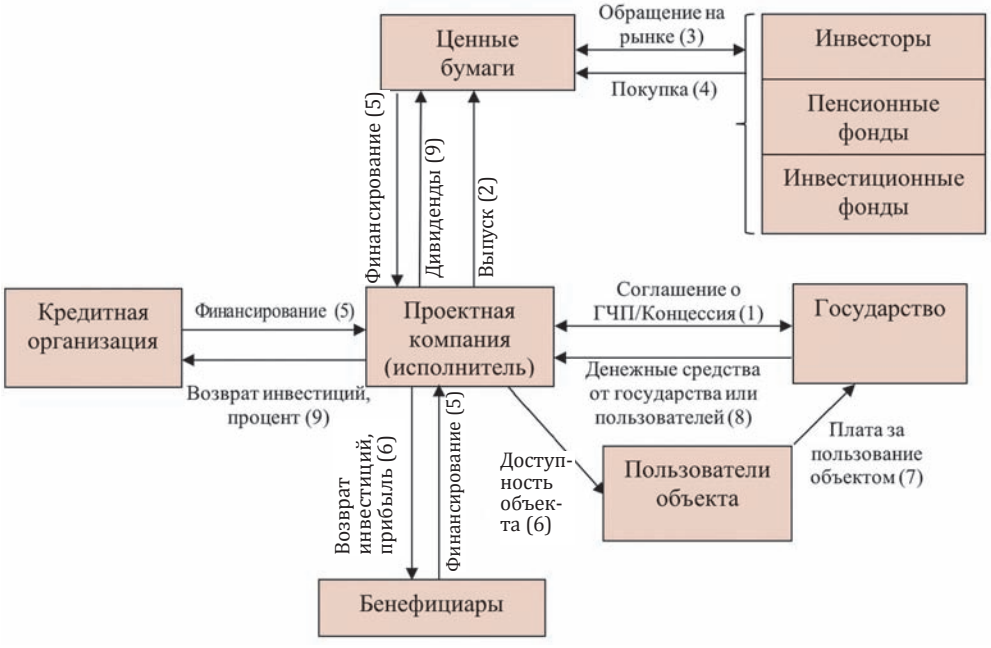


Рисунок 5. Модель: финансирование с привлечением профессиональных участников рынка (с указанием последовательности осуществляемых действий). *Источник: составлено автором*

Figure 5. Model: financing with the involvement of professional market participants (indicating the sequence of actions to be taken). *Source: compiled by the author*



весторы входят в такие проекты при отсутствии в них коммерческой эффективности, крайне редки.

Третья модель механизма финансирования – модель с профессиональными участниками финансового рынка (см. **рисунок 5**).

Данная модель по многим параметрам схожа со второй, но применяется, как правило, в наиболее масштабных проектах, требующих поиска дополнительных финансовых средств на рынке. В моделях проектного финансирования и финансирования с привлечением профессиональных участников рынка общей характеристикой является необходимость гарантированного возврата инвестиций проектной компании путем использования так называемой минимальной гарантированной доходности. Особенно это актуально для пенсионных и инвестиционных фондов, так как у них постоянна и высока потребность в безрисковых объектах для вложения денежных средств.

Акцентные основные отличия в моделях механизма финансирования представлены в **таблице 3**.

Следуя логике предлагаемой в данной статье исследовательской программы, подчеркнем, что на выбор модели влияет совокупность факторов. Считаем целесообразным предложить следующую классификацию: факторы общего характера; специальные факторы; факторы, действующие со стороны государства как партнера; факторы, действующие со стороны частного партнера (см. **рисунок 6**).

Под общими понимаются факторы, влияющие на желание и возможность потенциального инвестора участвовать в проекте, они отражают общее состояние экономики страны и отрасли. Очевидно, что при наличии высокой коррупции, отсутствии должного законодательства инвестор даже не станет задумываться о вложениях денежных средств.

Специальные факторы детерминируют каждый проект и его технико-экономические характеристики. Учет этих факторов помогает инвестору оценить потенциальную прибыль. Используя их, инициатор может создать четкую финансовую модель, позволяющую сравнить эффективность проекта на основании возможных к реализации моделей.

Факторы со стороны государства как партнера фактически ставят вопрос о возможности реализации проекта с государственным участием. Необходимо учитывать, что государство при осуществлении своей деятельности руководствуется программны-

Таблица 3. Сравнительная характеристика моделей механизма финансирования проекта ГЧП. *Источник: составлено по материалам: Национальный перечень перспективных проектов: Обзор InfraONE Research, декабрь 2019,* https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/nacionalnyj_perechen_perspektivnyh_proektov_infraone_research.pdf

Data chart 3. Comparative characteristics of the financing mechanism models for the PPP project

Параметр сопоставления	Прямое финансирование	Проектное финансирование	Финансирование с привлечением профессиональных участников рынка
Объект	объект, создаваемый по соглашению		
Субъекты	инвестор		
	кредитная организация		
	государство	проектная компания	
			профессиональные участники рынка
Уровень риска каждого участка	высокий	средний	низкий
Сложность структурирования проекта	обычная		высокая
«Стоимость» финансирования	ставка кредитования		
		«премия» финансирующей организации за риск	
			«премия» владельцам ценных бумаг за риск
Стоимости строительства объектов	до 100 млн руб.	от 100 млн до 1 млрд руб.	более 1 млрд руб.
Тип объекта	небольшие безрисковые в части возврата инвестиций	объекты со значительной долей инвестиций для одного субъекта	крупные инфраструктурные проекты

Рисунок 6. Факторы, влияющие на выбор модели механизма финансирования проектов ГЧП. *Источник: составлено автором*

Figure 6. Factors influencing the choice of the financing mechanism model for the PPP projects. *Source: compiled by the author*



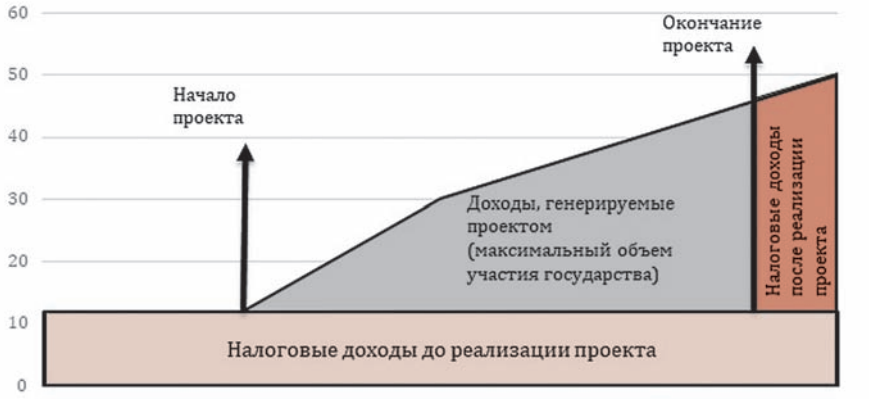
ми документами и ограниченными бюджетными средствами. В случае, если для реализации проекта потребуются бюджетные средства, необходимо проанализировать эти обстоятельства.

Со стороны частного партнера значимым фактором также является наличие денежных средств. И здесь действует стандартная логика: частный бизнес для целей своего развития минимизирует риски, поэтому при отсутствии опыта подобных проектов частная сторона привлекает партнеров для организации совместного проекта.

Выбор модели механизма финансирования зависит от совокупности факторов и характеризуется спецификой проекта. Высокий и/или неприемлемый уровень риска реализации проекта может стать барьером и оттолкнуть стороны от его реализации. В связи с этим актуализируется вопрос: какими элементами необходимо дополнить механизм финансирования для эффективной реализации проектов?

Рисунок 7. Схема финансирования инфраструктурных проектов с применением отложенных налоговых платежей. *Источник: [Петюков, 2018. С. 43]*

Figure 7. Scheme for financing infrastructure projects using deferred tax payments. *Source: [Petyukov, 2018, P. 43]*



Новые элементы механизма финансирования проектов ГЧП

Отложенные налоговые платежи. Если частный инвестор не располагает требуемым объемом инвестиций для реализации всего проекта, государство как представитель общественной стороны может становиться соинвестором. Публичная сторона в целях уменьшения нагрузки на проект может дополнить механизм финансирования так называемыми отложенными налоговыми платежами – Tax Increment Financing (TIF). Здесь используется метод софинансирования проекта за счет будущих налоговых платежей, сборов, прочих привилегий, которые создаются путем мультипликации инвестиций проекта. Дискуссионным здесь является вопрос максимально возможной степени участия. Основная позиция состоит в следующем: если проект не может быть реализован без бюджетного финансирования, государству следует ограничивать свое участие разницей текущих и будущих налоговый платежей. При этом денежные средства не должны быть «прямыми» бюджетными расходами, а предоставляться путем размещения государственных ценных бумаг. Предполагается, что государственные ценные бумаги привлекательны для инвесторов, а финансовый анализ будущих платежей является основанием для фиксации лагов и объемов погашения задолженности за счет деятельности инвестора (см. **рисунок 7**).

Отметим, что схема отложенных налоговых платежей активно применяется в особых экономических зонах с льготными налоговыми режимами для комплексного развития конкретной территории. «Встраивание» проекта ГЧП в границы особой экономической зоны создает дополнительные преимущества для финансирующих проекты организаций. Зачастую данные зоны подразумевают greenfield-площадки, что требует разработки специального инфраструктурного обеспечения для активизации частного капитала, но потенциально способно сформировать синергетический эффект. В отечественной практике особые экономические зоны в форме государственно-частного партнерства являются новым институтом и находятся в процессе создания [Зайкова, 2019. С. 66].

Зарубежный опыт показывает, что использование такого инструмента, как отложенные налоговые платежи, повышает действенность механизма финансирования проектов ГЧП, позволяет точнее оценивать риски, связанные с достижением требуемых финансовых показателей проекта, сохранять сбалансированность бюджета, усиливать мультипликативный социально-экономический эффект, генерируемый проектом (создание новых рабочих мест, повышение качества жизни и т.д.). Введение данного инструмента в практику будет способствовать развитию модели с использованием методов проектного финансирования.

Облигации специализированного назначения. Для реализации масштабных инфраструктурных проектов требуется использование сложных технологий, привлечение большого количества квалифицированного персонала, а самое главное – наличие долгосрочных источников финансирования, так называемых «длинных» денег. Дополнительным способом их привлечения в проекты, способствующим улучшению их «качества», является использование облигаций со специализированным назначением, отличительной чертой которых является привлечение средств в заранее обозначенные типы проектов. Фактически речь идет об использовании инфраструктурных облигаций,

практика которых применяется на развитых финансовых рынках. Инфраструктурные облигации являются видом ценных бумаг, эмитируемых проектной компанией (SPV), специально созданной для финансирования строительства инфраструктурного объекта. Если при этом используется практика государственно-частного партнерства, то государство дает гарантии по выпускаемым ценным бумагам (облигациям), что делает их максимально привлекательными для всех участников рынка за счет сниженных рисков.

Необходимо отметить, что основными покупателями инфраструктурных облигаций, как правило, являются крупные институциональные инвесторы. Такие облигации выпускаются строго в рамках реализации проектов государственно-частного партнерства и предназначены для финансирования масштабных инвестиционных проектов.[1] Срок обращения таких облигаций привязан к срокам строительства и самого соглашения о ГЧП. Особенностью здесь также является предоставление государственных гарантий на инфраструктурные облигации [Никифоренко, 2018. С. 291]. Первые выпуски таких облигаций в 2010 году зарегистрировала АО «Главная дорога» на сумму 8,3 млрд руб. под проект строительства платного участка трассы М-3 в обход подмосковного Одинцово.

Анализ **рисунков 8 и 9** показывает, что объем рынка инфраструктурных облигаций в России невелик, но демонстрирует некоторый рост. Это связано с эпизодическим опытом их использования среди инвесторов. Участники рынка отмечают недостатки нормативной базы для полноценного использования данного инструмента [Васильева, 2018. С. 294] и ждут активных действий со стороны государства.

На наш взгляд, крупные институциональные инвесторы не готовы оценить привлекательность таких вложений прежде всего из-за малой доли рынка. Банки, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании как консервативные институты в основном вкладывают средства в стабильные и проверенные финансовые инструменты, а именно: облигации федерального займа, корпоративные облигации и акции, ценные бумаги регионов, международных финансовых организаций.

Рисунок 8. Объем российского рынка облигаций на 20.12.2019 (млрд руб.). *Источник: Бонды для инфраструктуры:* **Обзор InfraONE Research, декабрь 2019***

Figure 8. Volume of the Russian bond market as of 12/20/2019 (bln RUB). *Source: Infrastructure Bonds: InfraONE Research Review, December 2019*

* https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/bondy_dlya_infrastructury_2019_infraone_research.pdf

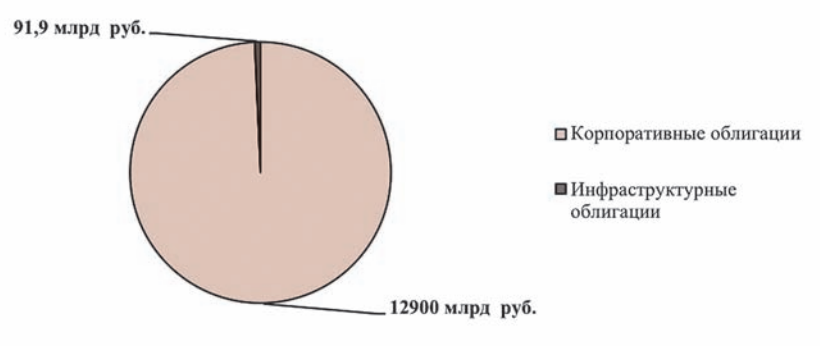


Рисунок 9. Частные инвестиции в проекты ГЧП и объем инфраструктурных облигаций.

Источник: составлено по материалам: Национальный перечень перспективных проектов: Обзор InfraONE Research, декабрь 2019*

Figure 9. Private investment in PPP projects and the volume of infrastructure bonds. *Source: compiled from: National List of Prospective Projects: InfraONE Research Review, December 2019*

* https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/nacionalnyj_perechen_perspektivnyh_proektov_infraone_research.pdf



1 Следует отличать целевые установки инфраструктурных облигаций и корпоративных облигаций. Первые размещаются для финансирования реализации четко обозначенного инфраструктурного проекта, вторые – для достижения различных целей, в том числе финансирования текущей деятельности организации.

В данных условиях драйвером развития инфраструктурных облигаций в проектах ГЧП могут стать некоммерческие организации (далее – НКО). Подогрев спрос на данный вид ценных бумаг, они могут не только создать долгосрочные потоки финансовых средств в свои организации, но и способствовать привлечению внимания других участников рынка. Отсутствие у некоммерческой организации целевой установки на потенциальную прибыльность не означает, что предпринимательская деятельность отсутствует и прибыль не извлекается: она направляется на достижение поставленных задач организации.

В современной зарубежной практике самым распространенным инструментом финансирования деятельности НКО является формирование эндаумента[2]. Эндаументом считается ресурсный капитал НКО, формируемый путем передачи денежных средств или имущества, которые в дальнейшем должны быть использованы исключительно для достижения целей и задач данной НКО. Аналогом подобного механизма в Российской Федерации является целевой капитал. При этом некоммерческая организация обязана передать (при необходимости извлечения дохода) данные средства в доверительное управление выбранной управляющей компании. Полученный доход используется для финансирования уставной деятельности [Курбанов, 2016. С. 19].

Одна из целей формирования подобных фондов – обеспечение частичной независимости НКО от непредвиденной волатильности разовых взносов и неповторяющихся/непостоянных поступлений – этому способствует в том числе ежегодная прибыль от использования целевого капитала.

Управление активами фонда целевого капитала НКО производится управляющей компанией, возможности которой строго ограничены и регламентируются федеральным законом: с целью минимизации риска утраты капитала обозначаются допустимые области инвестирования, в том числе позволяющие выполнять профессиональное управление средствами фонда посредством участия в рынке ценных бумаг [Никифоренко, 2018. С. 291].

В настоящий момент в российских эндаументах общий объем аккумулированного капитала колеблется около 25 млрд руб. Самым большим эндаументом является СколковоТех, который аккумулирует примерно 4,3 млрд руб.[3]

Инструментарий управления эндаументами следует дополнить инфраструктурными облигациями как источником инвестирования по следующим причинам:

- вложенные средства выполняют социальную функцию, способствуя развитию различных составляющих инфраструктуры, что непосредственно связано со смыслом создания НКО как общественного института;

- инфраструктурные облигации выпускаются как источник финансирования конкретного проекта с участием государства и, соответственно, «привязаны» непосредственно к нему. Формат обязанностей партнеров и гарантий возврата инвестиций четко фиксируется в концессионных соглашениях;

– как особый класс бумаг, инфраструктурные бонды попадают в первый и второй уровни котировального списка на Московской бирже, а некоторые их выпуски ЦБ включил в свой ломбардный список;

– средний срок обращения инфраструктурных облигаций – 17 лет;

– реальная доходность инвестора выходит на уровень 2,5–4 % годовых;

– доходность по концессионным облигациям выше, чем по облигациям федерального займа минимум на 1–2 п.п.[4]

Многие региональные эндаументы также имеют высокий потенциал использования инфраструктурных облигаций. Это объясняется тем, что среди проектов, по которым организован выпуск инфраструктурных облигаций, лидирующие позиции занимают именно региональные проекты ГЧП (на них приходится 78 %), остальное – на федеральные проекты. При отраслевом сравнении ситуация констатируется несколько иной: на транспортные проекты распределяется 60,6 % средств, 24,3 % – направляется на проекты в сфере ЖКХ и переработку мусора, на проекты социальной сферы – 15,1 %[5].

Включение в модель финансового механизма государственно-частного партнерства профессиональных участников рынка, которые управляют фондами целевого капитала, будет способствовать росту инвестиционной привлекательности региональных (небольших) проектов ГЧП, которые, как правило, исключены из «объектного поля» крупных институциональных инвесторов.

Использование инструментария исламского механизма финансирования. В связи со значительным ростом количества исламских банков[6] на фоне мирового финансового кризиса, а также масштабом реализуемых на Ближнем Востоке инфраструктурных проектов набирает актуальность анализ возможности применения исламского финансирования в проектах государственно-частного партнерства в иных национальных системах.

---

2 В истории последних десятилетий самым значимым эндаументом (фондом целевого капитала) является Нобелевский фонд.

3 https://www.vedomosti.ru/partner/articles/2018/04/24/767668-dengi-kommertsii

4 https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/bondy_dlya_infrastructury_infraone_research.pdf

5 https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/bondy_dlya_infrastructury_2019_infraone_research.pdf

6 Согласно данным IFSB, совокупные активы исламских банков в настоящее время составляют примерно 1,5 трлн долл. С 2008 по 2016 годы такого рода активы возросли в 2 раза. См.: Islamic Financial Services Industry Stability Report. IFSB, 2016.

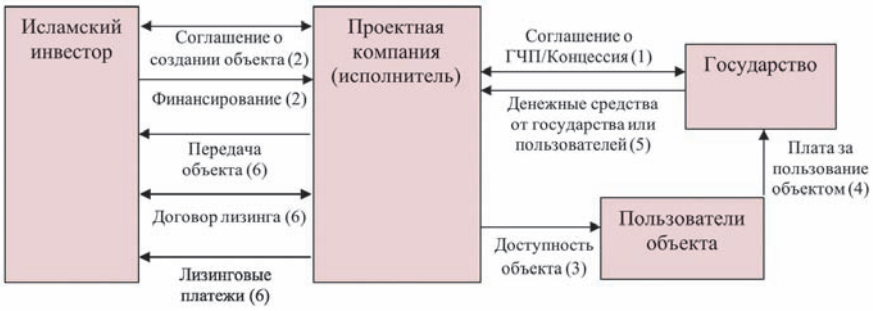
Таблица 4. Исламские принципы осуществления финансовых операций. *Источник:* составлено по материалам: [Трунин, 2009. С. 5-8]

Data chart 4. Islamic principles for financial transactions

Принцип	Практическая реализация
Риба	Запрет процентов. В результате запрещается устанавливать проценты по договорам.
Гарар	Запрет неопределенности. На практике это означает, что предмет, цена и сроки поставки предмета соответствующего договора по отношению к стороне-получателю должны быть выделены с самого начала.
Мэйсир	Запрет создания рискованных ставок/спекуляций. Это означает запрет договоров, по которым прибыль на инвестированный капитал не может быть определена заранее и просто предполагается.
Разделение прибыли и рисков	Прибыль от сделки должна быть реальной и представлять собой непосредственный доход в результате разделения прибыли и рисков по сделке. Сумма прибыли не может устанавливаться заранее.
Запрет азартных игр, алкоголя и наркотиков	Запрещается заключать сделки, связанные с азартными играми, алкоголем или наркотиками.
Соответствие шариатскому праву	Сделка должна соответствовать этике и локальным принципам шариата, которые могут отличаться в зависимости от региона/страны.

Рисунок 10. Схема реализации соглашения о ГЧП с использованием элементов исламского финансирования (с указанием последовательности осуществляемых действий)
Источник: составлено автором

Figure 10. Scheme for implementation of a PPP agreement using elements of Islamic finance (indicating the sequence of actions to be taken). *Source: compiled by the author*



В исламских странах финансирование отличается рядом особенностей, связанных с религией. Банки и кредиторы должны вести свою деятельность в соответствии с шариатом (исламским правом), на принципах которого фиксируются разрешенные виды инвестиций и способы осуществления финансовых операций (см. **таблицу 4**).

В настоящий момент применение технологий исламского финансирования в проектах государственно-частного партнерства напрямую невозможно, так как отечественное законодательство ориентировано на «традиционные» финансовые потоки с применением западно-европейских и американских технологических решений. Проекты ГЧП с учетом правил исламских финансов косвенно могут реализовываться с применением инструментов «Истисна» и «Иджара».

«Истисна» – контракт на производство. Проектная компания в рамках ГЧП-соглашения от лица исламского инвестора обязуется создать объект в установленный срок. Цена соглашения фиксирована, выплаты производятся частями, покрывающими требования контрагентов (например, генподрядчика по EPC-контракту). По окончании строительства право на созданный актив переходит исламскому инвестору.

«Иджара» – лизинг (в ГЧП-проектах обычно используется одновременно с «Истисна»). Проектная компания (арендатор) и исламский инвестор (арендодатель) одновременно с «Истисна» подписывают соглашение о лизинге на объект, который будет строиться, а затем эксплуатироваться. На стадии строительства SPV выплачивает первые «обслуживающие» платежи. Они пропорциональны объему денег, предоставленных по «Истисна». На этапе эксплуатации природа этих платежей меняется на фактический лизинг. Рента включает фиксированную (аналог тела долга) и плавающую части; последняя привязывается к определенному рыночному индикатору и норме доходности. Основные сложности при реализации данной модели возникают при переходе права собственности (см. **рисунок 10**).

В российском законодательстве право на использование объекта может получить только проектная компания, заключившая соглашение о ГЧП/концессии с государством. А при схеме с использованием элементов исламского финансирования права на объект до окончания соглашения принадлежат инвестору, то есть проектная компания в данном случае становится фактически застройщиком и эксплуатирующей компанией. Отметим, что в данной схеме есть общественный (государственный) интерес: при банкротстве проекта исламский инвестор несет основные финансовые риски и отвечает перед государством как собственник объекта.

При наличии законодательной возможности встроить элементы исламского финансирования в национальные модели механизма финансирования проектов ГЧП объем доступного частного капитала резко возрастет за счет открытия новых рынков, что позволит совершить значительный прорыв в скорости развития инфраструктуры.

Заключение

Механизм финансирования не является статичным, что дает возможность адаптировать его под запросы общества и экономики. Выделение базовых моделей механизма финансирования проектов государственно-частного партнерства позволяет структурировать необходимый набор элементов и их комбинации для вариативности финансового обеспечения реализации проектов, а также формирует аргументированные основания для включения дополнительных элементов, практическое применение которых повысит эффективность государственно-частного партнерства, расширит источники финансирования проектов, создаст условия для большей гибкости механизма финансирования, реализует его потенциал действенности и высокой эффективности в различных ситуациях.

Литература

Алешин В.В. Моральные риски контрактных обязательств ГЧП: актуальность и вектор их преодоления. *Экономика и предпринимательство*. 2017. № 5-1 (82). С. 198-200.

Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. Пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2012.

Васильева Е.Ю., Акимова Е.М. Состояние рынка концессионных облигаций и их значение для развития инфраструктуры. *Экономика и предпринимательство*. 2018. № 5 (94). С. 291-295.

Вейс Ю.В. Модели и механизмы реализации государственно-частного партнерства при реализации инвестиционных проектов с участием корпораций. *Вестник Самарского муниципального института управления*. 2017. № 2. С. 41-48.

Делмон Дж. Государственно-частное партнерство в инфраструктуре (практическое руководство для органов государственной власти) / Джеффри Делмон // The World Bank 2010. Красноармейск : ГЕО-ТЭК, 2010.

Зайкова К.В. Направления совершенствования организации особых экономических зон в Российской Федерации. *Государственная служба*. 2019. № 2. С. 65-70.

Трунин П., Каменских М., Муфтяхетдинова М. Исламская финансовая система: современное состояние и перспективы развития. М.: ИЭПП, 2009.

Йескомб Э. Р. Государственно-частное партнерство. Основные принципы финансирования / Пер. с англ.; под ред. Р.Ф. Яббарова. М.: Альпина Паблишер, 2015.

Кисель К. Партнерство государства и частного сектора: теоретические основы. *Бизнес. Общество. Власть*. 2012. № 10. С. 1-15.

Курбанов С.А., Хамурадов М.А. Риски и их роль в государственно-частном партнерстве. *Политика, экономика и социальная сфера: проблемы взаимодействия*. 2016. № 8. С. 16-22.

Никифоренко А.С. Финансирование инфраструктурных проектов государственно-частного партнерства при помощи проектных облигаций и кредитных дефолтных свопов. *Форум. Серия: гуманитарные и экономические науки*. 2018. № 3(5). С. 289-292.

Резниченко Н.В. Модели государственно-частного партнерства. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия: Менеджмент*. 2010. № 4. С. 58-83.

Петюков С.Э. Финансирование инвестиционных проектов в электроэнергетике с использованием механизма государственно-частного партнерства: диссертация на соискание ученой степени канд. экон. наук. Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, 2018.

References

Aleshin V.V. Moral risks of public-private partnership contractual obligations: relevance and vector of overcoming them. *Ekonomika i predprinimatelstvo.* 2017. № 5-1 (82). P. 198-200. In Russian

Brejli R. Corporate finance principles / R. Brejli, S. Majers. translated from English by N. Baryshnikova. M.: ZAO "Olimp-Biznes", 2012. In Russian

Vasilieva, E.Y., Akimova E.M. The state of concession bonds market and their importance for the development of infrastructure. *Ekonomika i predprinimatelstvo*. 2018. № 5 (94). P. 291-295. In Russian

Weiss Y.V. The models and mechanisms of public-private partnership implementation in investment projects with the participation of corporations. *Vestnik Samarskogo munitsipalnogo instituta upravleniya*. 2017. № 2. P. 41-48. In Russian

Delmon J. Public-private partnership partnership in infrastructure (practical guide for public authorities) / Jeffrey Delmon // The World Bank 2010. Krasnoarmejsk: GEO-TEK, 2010. In Russian

Zajkova K.V. Directions for improving the organization of special economic zones in the Russian Federation. *Gosudarstvennaya sluzhba*. 2019. № 2. P. 65-70. In Russian

Trunin P., Kamenskih M., Muftyahetdinova M. Islamic financial system: current status and development prospects. M.: IEPP, 2009. In Russian

Jeskomb E.R. Public-private partnership. Basic principles of financing / Translation from English edited by R.F, Yabbarova. M.: Alpina Publisher, 2015. In Russian

Kisel K. Partnership between public and private sector: theoretical foundations /. *Biznes. Obschestvo. Vlast*. 2012. № 10. P. 1-15. In Russian

Kurbanov S.A., Khamuradov M.A. Risks and their role in public-private partnership. *Politika, ekonomika i sotsialnaya sfera: problem vzaimodeistviya*. 2016. № 8. P. 16-22. In Russian

Nikiforenko A.S. Public-private partnership infrastructure projects financing by means of project bonds and credit default swaps. *Forum. Seriya: gumanitarnye i ekonomicheskie nauki*. 2018. № 3 (5). P. 289-292. In Russian

Reznichenko N.V. Models for public-private partnership. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriya: Management.* 2010. № 4. P. 58-83. In Russian

Petyukov S.E. Financing investment projects in the electric power using public-private partnership mechanism: Ph.D. dissertation. Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, 2018. In Russian