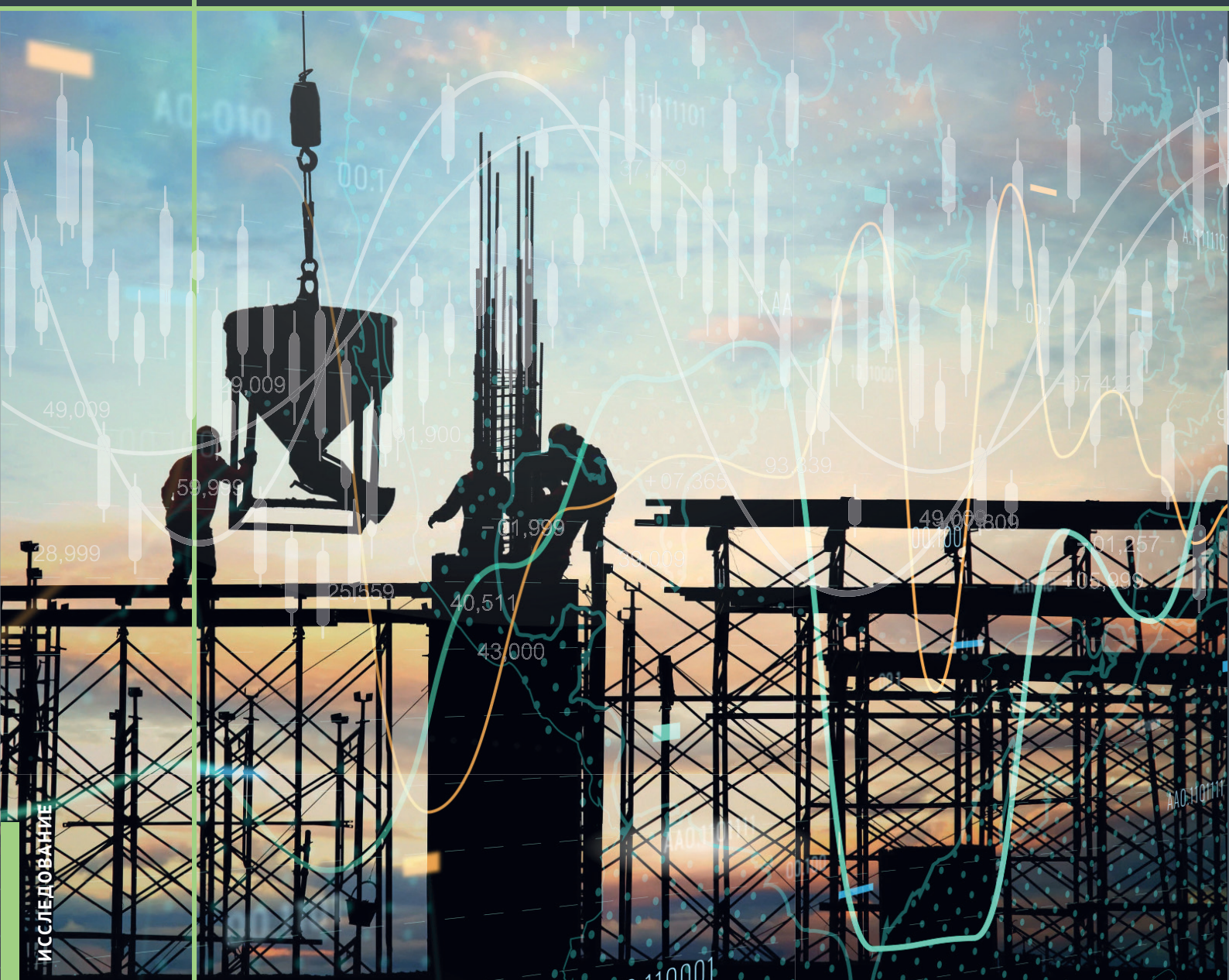


Альфия Васильева, руководитель направления проектного финансирования

# БОЛИВАР ВЪНЕСЕТ ДВОИХ: КАК РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННО- ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА ОТВЕТИЛ НА ВНЕШНЕЕ ДАВЛЕНИЕ



ИССЛЕДОВАНИЕ

АКРА

**АЛЬФИЯ ВАСИЛЬЕВА**  
Заместитель директора —  
руководитель направления  
проектного финансирования  
+7 (495) 139 04 80, доб. 178  
alfia.vasilieva@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ  
**СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА**  
+7 (495) 139 04 80, доб. 169  
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ | РОССИЯ

## БОЛИВАР ВЫНЕСЕТ ДВОИХ: КАК РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА ОТВЕТИЛ НА ВНЕШНЕЕ ДАВЛЕНИЕ

Вызовы 2022 года привели к увеличению количества и объемов сделок на принципах государственно-частного партнерства (ГЧП), а рынок проектного финансирования в России продемонстрировал устойчивость к внешним шокам, связанным с геополитической нестабильностью. **Объем инвестиций в проекты, прошедшие коммерческое закрытие, составил 765 млрд руб., что стало рекордным показателем за последние три года.**

По мнению Агентства, этот рост связан с наращиванием государственных инвестиций в инфраструктуру. Согласно оценкам экспертов, федеральные расходы на инфраструктурные проекты выросли почти на 35% в годовом сопоставлении, а объем строительных работ, произведенных в 2022 году в российских регионах, увеличился на 5,2% по сравнению с показателем 2021-го (по данным Росстата). АКРА придерживается тех же оценок и считает пролонгацию действующих программ поддержки необходимым условием для дальнейшего развития рынка.

Вместе с тем основной проблемой для рынка проектного финансирования сейчас, как полагает Агентство, является высокий риск повышения стоимости уже запущенных проектов. АКРА опасается, что не менее чем у половины объектов, **которые планируется ввести в эксплуатацию до конца 2025 года, может материализоваться риск превышения капитальных затрат, когда фактические расходы на строительство превысят плановые на 20–40%.**

Решить проблему, по мнению АКРА, могла бы диверсификация источников финансирования проектов, а именно — использование «длинных» денег для рефинансирования качественных проектов с высоким уровнем кредитного рейтинга. Для достижения этой цели необходимы указанные ниже меры.

- Дальнейшее развитие законодательной и регуляторной среды в целях стимулирования рынка секьюритизации проектного финансирования.
- Развитие практик применения цифровых финансовых активов для сделок проектного финансирования.
- Сохранение поддержки рынка ГЧП посредством пролонгации действующих программ и ряда регуляторных послаблений.
- Усиление мониторинга и контроля финансирующих организаций и иных инвесторов по заключенным сделкам для своевременного выявления возросших или ранее неучтенных кредитных рисков, что способствовало бы минимизации потенциальных финансовых потерь

и предупреждению дефолта по проекту. Экспертиза, которой обладают рейтинговые агентства в части подходов к оценке кредитного риска проекта, может помочь контрагентам, не располагающим собственными ресурсами для такой оценки, но готовым инвестировать в проекты с высоким уровнем кредитного рейтинга.

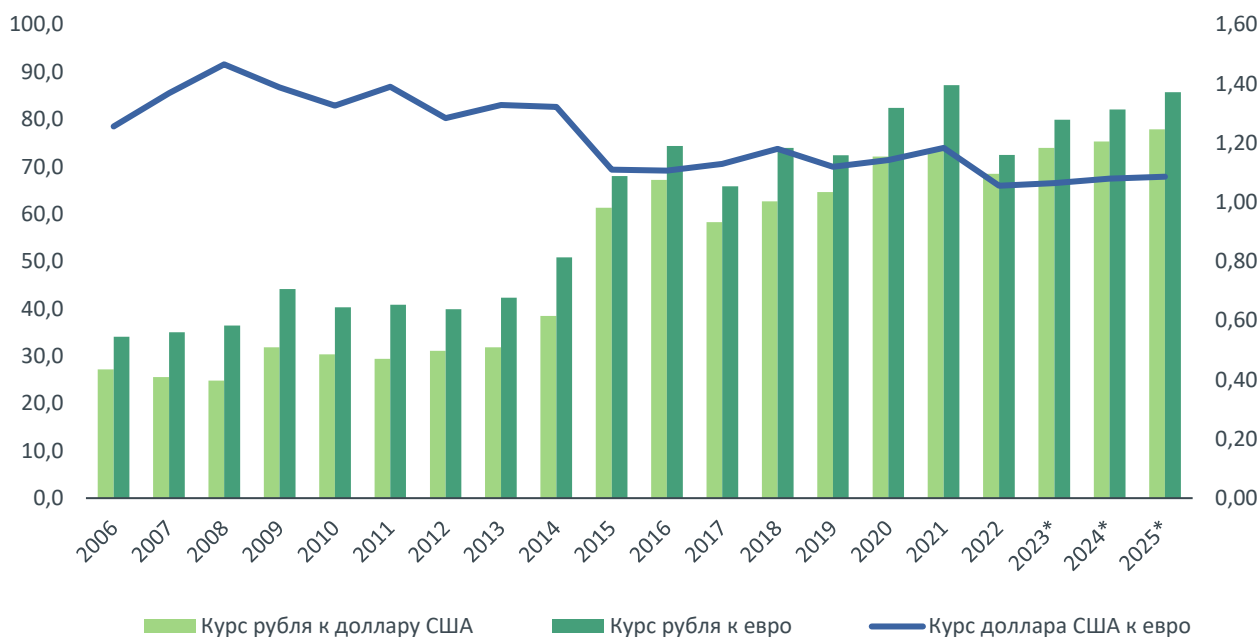
Перечисленные шаги, по мнению АКРА, способствовали бы привлечению частных инвестиций для покрытия дополнительных расходов на инфраструктуру, развитию финансового рынка и приходу «длинных» денег в инфраструктурные проекты. В 2021 году Президент РФ подчеркнул важность диверсификации источников финансирования в крупные инфраструктурные проекты, предписав соответствующим [Поручением](#) в срок до 15 июля 2022 года внести изменения в законодательство для обеспечения создания инструментов долгосрочного инвестирования. В [Послании Федеральному Собранию](#) в феврале 2023 года Президент РФ конкретизировал задачу и поручил стимулировать новые источники финансирования инвестиций за счет долгосрочных сбережений граждан посредством дополнительных гарантий таких вложений. По мнению АКРА, выпуски облигаций проектного финансирования, размещаемые особыми формами SPV-компаний (эмитентами с ограниченным риском банкротства) — специализированными финансовыми обществами (СФО) и специальными обществами проектного финансирования (СОПФ) с высоким уровнем кредитного рейтинга, — стали бы оптимальным инструментом для вложения средств граждан. Это помогло бы в будущем решить и проблему низкой ликвидности облигаций проектного финансирования.

### **Идеальный шторм: ключевые угрозы для долгосрочных инвестиций, проявившиеся в 2022 году**

Не успев в полной мере оправиться после пандемии, последствиями которой стали резкий рост цен на стройматериалы и услуги, срыв поставок строительной техники и материалов, разрушение логистических цепочек и соответствующее усугубление накопленных проблем, строительная отрасль столкнулась с новыми испытаниями. Произошедшие в 2022 году события оказались серьезными триггерами для запуска в России процессов, которые в большинстве экономик в значительных масштабах происходят очень редко. Между тем любые резкие колебания макроэкономических параметров и нестабильность внешней среды существенно влияют на инвестиционную активность, а сделки проектного финансирования — в том числе на принципах ГЧП — особенно чувствительны к подобной турбулентности. Ретроспективный анализ показывает, что наиболее сильное влияние на отрасль могут оказать описанные ниже факторы.

1. **Колебания валютного курса.** Контракты на покупку оборудования могут быть номинированы в валюте, а для крупных проектов, реализуемых с использованием зарубежных технологий, валютный курс — одна из ключевых предпосылок, закладываемых в бюджет проекта при построении финансовой модели.

Рисунок 1. Динамика среднегодовых валютных курсов



\* Прогнозные показатели.

Источник: данные АКРА

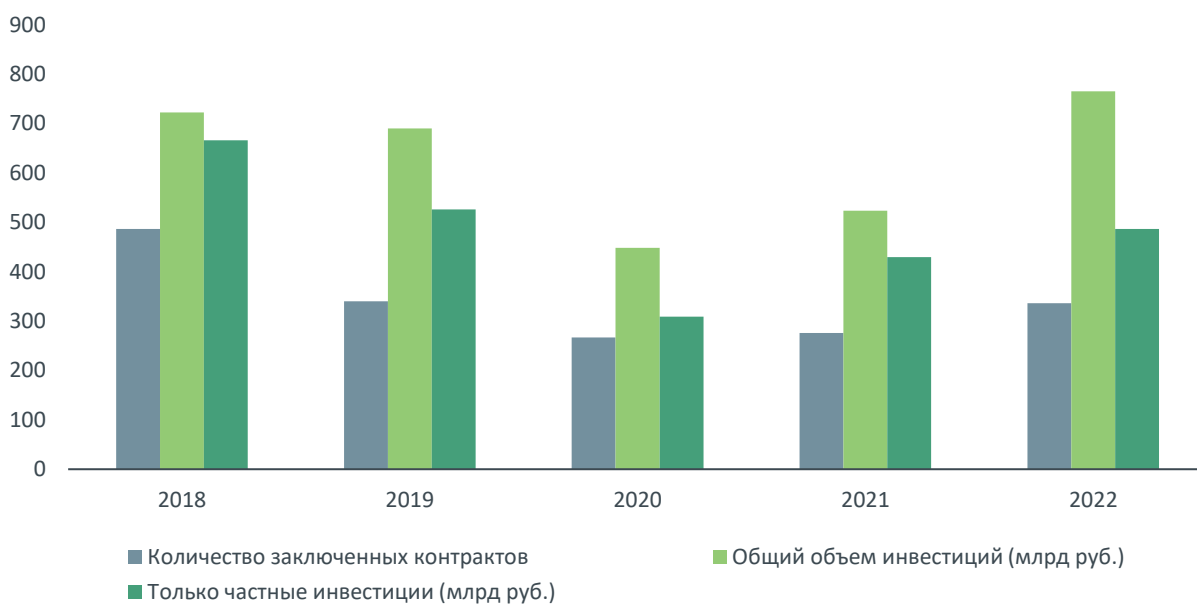
2. **Изменение ключевой ставки.** Заемное финансирование в проекты, как правило, привлекается под плавающую процентную ставку, привязанную к ключевой ставке Банка России. Если проценты по кредитам растут, то увеличиваются и расходы на обслуживание долга. В периоды волатильности это приводит к повышению стоимости уже запущенных проектов и ухудшению условий финансирования на этапе финансового закрытия для новых сделок.
3. **Снижение доступности источников краткосрочной ликвидности.** Ссудный рынок устроен так, что при возникновении дополнительных рисков, триггером которых выступают внешние шоки, большинство кредиторов и инвесторов занимают консервативную выжидательную позицию. Наиболее уязвимыми вследствие этого становятся проекты, которые и так испытывали проблемы с привлечением кредитов и фондированием. На фоне ухудшения общего кредитного качества подобные проекты и ранее были подвержены рискам разрывов ликвидности, вызванных удорожанием стоимости работ из-за неучтенных рисков и ошибок в структурировании первоначальных условий сделки. В реалиях 2022 года возможности для привлечения финансирования и выбор кредиторов для таких проектов заметно сократились, что привело к росту стоимости заимствований и, как следствие, к увеличению долговой нагрузки строительных компаний. Отчасти данную проблему позволили решить меры господдержки.
4. **Инфляционная динамика.** Финансовые модели проектов обычно строятся на горизонте 20–30 лет, а при планировании бюджета в стоимость всех этапов работ закладывается та или иная инфляция на базе предпосылок, актуальных на момент принятия решения. Нестабильность инфляционной динамики негативно сказывается на прогнозируемости денежных потоков проекта и не позволяет с должной точностью рассчитать финансовые коэффициенты его эффективности, имеющие для инвесторов принципиальное значение.

5. **Риск оттока квалифицированной рабочей силы.** Для реализации некоторых проектов необходимы специализированные кадры и оборудование, работа на котором требует особой квалификации (на операционной стадии проекта это может быть обслуживание медицинского оборудования или организация транспортировки пациентов, ИТ-услуги и прочее). Реализация риска оттока квалифицированной рабочей силы может привести к увеличению фактических расходов на операционное обслуживание проекта по сравнению с плановым показателем на стадии эксплуатации, а на инвестиционной (строительной) стадии способна вызвать рост бюджета проекта. По оценкам АКРА, в 2022 году с дефицитом кадров так или иначе могли столкнуться более 50% строительных компаний.
6. **Нарушение логистических цепочек поставки материалов и комплектующих.** Внезапный отказ ключевых контрагентов от выполнения контрактных обязательств серьезно осложнил работу для участников рынка. Значительное число компаний, оказывавших консультационные услуги и услуги по обслуживанию оборудования, ушли с российского рынка — от глобальных концернов до технических консультантов, оценщиков и верификаторов. На фоне ограничений снизилась и доступность отечественных материалов, производство которых зависит от импортного оборудования, что привело к росту закупочных цен на стройматериалы.

**Динамика развития рынка ГЧП в России в условиях внешнего давления**

Несмотря на вызовы, которые возникли в 2022 году, **объем инвестиций в проекты, прошедшие коммерческое закрытие, по итогам 2022-го оказался максимальным за последние три года и составил 765 млрд руб.** Хотя рекордные значения 2018 года пока превышены только по одному из рассмотренных показателей (общему объему инвестиций), тенденция роста рынка сохраняется и по остальным индикаторам (см. рис. 2).

**Рисунок 2. Динамика развития рынка ГЧП в России с 2018 по 2022 год с точки зрения объема и количества сделок**



Источник: расчеты АКРА на основе данных Национального Центра ГЧП

В прошлом году количество заключенных контрактов на 22% превысило показатель 2021 года, общий объем инвестиций в проекты ГЧП увеличился почти на 50%, а частные инвестиции выросли лишь на 13% в годовом сопоставлении, составив 73% от показателя за 2018 год. Подобная динамика подчеркивает актуальность задачи по расширению форм привлечения частных инвестиций в инфраструктурные проекты. По мнению АКРА, это способствовало бы развитию как инфраструктуры, так и фондового рынка в России (см. табл. 1).

Таблица 1. Объем и количество сделок ГЧП с 2018 по 2022 год

НАИМЕНОВАНИЕ ПОКАЗАТЕЛЯ	2018	2019	2020	2021	2022
Количество заключенных контрактов	486	340	267	276	336
- из них КС *	377	270	246	258	323
- из них СГЧП **	4	21	6	9	7
- из них СГЧП (региональное законодательство)	2	-	-	-	-
<b>Общий объем инвестиций (млрд руб.)</b>	<b>722</b>	<b>690</b>	<b>448</b>	<b>523</b>	<b>765</b>
- из них частные инвестиции (млрд руб.)	666	526	309	429	486

\* КС — концессионное соглашение.

\*\* СГЧП (СМЧП) — соглашение о государственно-частном партнерстве (соглашение о муниципально-частном партнерстве).

Источник: расчеты АКРА на основе данных платформы «РОСИНФРА»

Позитивная динамика развития рынка инфраструктурного финансирования подтверждается различными экспертами. Так, согласно оценкам Infraone<sup>1</sup>, практически все инфраструктурные и смежные сферы закончили первые четыре месяца 2022 года «в плюсе» по отношению к тем же месяцам 2021-го. Признаки кризисных снижений появились лишь в апреле, за исключением сферы воздушных перевозок, где ситуация была нестабильной и раньше. По мнению АКРА, сейчас положение дел постепенно стабилизируется.

Важную роль в стабилизации рынка, как полагает АКРА, сыграл ряд экстренных законодательных мер, направленных на снижение рисков для участников проектов. Речь идет о поправках в нормативно-правовые акты, регулирующие рынок ГЧП; их цель — дать частным партнерам адекватный уровень послаблений в период нестабильности. Важным шагом со стороны государства также являются меры финансовой поддержки в виде федеральных и региональных программ, реализация большинства из которых началась несколько лет назад, а сейчас приносит положительные результаты. Отметим наиболее важные шаги, способствовавшие стабилизации ситуации на рынке ГЧП.

#### Изменения в регулировании рынка ГЧП, позитивно оцениваемые АКРА:

- возможность изменения существенных условий КС и СГЧП (СМЧП) в связи с повышением цен на строительные ресурсы для проектов транспортной и социальной инфраструктуры при согласовании с антимонопольным органом;
- возможность до первого января 2023 года изменять существенные условия концессионных соглашений, заключенных до первого марта 2022 года, по соглашению сторон без согласования с антимонопольным органом;

<sup>1</sup> <https://infraoneresearch.ru/fkh2ub/0j3po2?s1qtyk=1woeru>

- возможность заключения концессионного соглашения до конца 2022 года без конкурса, если концедентом по ним выступает субъект РФ, а права на земельный участок переданы потенциальному концессионеру до первого июля 2022 года; принят закон, продлевающий до первого января 2024 года возможность изменять существенные условия соглашений без согласования с антимонопольным органом <sup>2</sup>.

#### **Финансовые меры поддержки, существенно повлиявшие на рынок ГЧП:**

- финансовая поддержка инфраструктуры только в рамках нацпроектов, по оценкам Sherga group, составила 3,31 трлн руб., а бюджетное исполнение достигло 99%; объем федеральных вложений оказался почти на 29% больше, чем в 2021 году, а рост был обеспечен за счет реализации проектов по строительству автомобильных дорог международного транспортного коридора Европа — Западный Китай (с 132,9 млрд руб. в начале 2022-го до 299,5 млрд руб. в конце прошлого года) и по развитию региональных аэропортов (с 29,1 до 55,1 млрд руб.) <sup>3</sup>;
- Правительством РФ разработан комплекс мер по опережающему развитию инфраструктуры субъектов РФ, позволяющих регионам выполнять задачи, направленные на достижение национальных целей развития и создание комфортной среды проживания, инфраструктуры для человека; совокупный объем программы — порядка 2,4 трлн руб., в 2022 году в комплексный план из федерального бюджета направили 465,3 млрд руб., что почти на четверть (24,6%) больше, чем в 2021-м (это рекордная сумма; для сравнения, в начале года государство планировало выделить на мероприятия плана лишь 296,2 млрд руб., то есть в полтора раза меньше).

АКРА полагает, что в 2023 году ситуация в отрасли останется сложной из-за дефицита кадров, техники и запчастей, перебоя с поставками материалов и инфляции. Это потребует продления антикризисных мер, а тренд на лидирующую роль государства и госкомпаний на рынке ГЧП сохранится, что является адекватным ответом на вызовы времени.

#### **Скрытые риски сделок ГЧП: возможно ли диверсифицировать инструменты для финансирования проектов ГЧП в новых реалиях?**

Несмотря на стабилизацию рынка с точки зрения запуска новых проектов, по мнению АКРА, наиболее актуальной проблемой сейчас являются скрытые угрозы, связанные с высокой вероятностью реализации риска превышения капитальных затрат по уже реализуемым проектам, когда фактические расходы на строительство могут превысить плановые на 20–40%. Для покрытия данных расходов, скорее всего, потребуются дополнительные заимствования.

Решить проблему, как полагает Агентство, могла бы диверсификация источников финансирования проектов, а именно — использование «длинных» денег для рефинансирования качественных проектов с высоким уровнем кредитного рейтинга. В исследовании АКРА «Облигации как инструмент привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты» от 15 июня 2022 года описывались преимущества и особенности размещения

<sup>2</sup> Государство приняло ряд мер, которые помогли отрасли пережить наиболее тяжелые кризисные моменты (например, постановления № 1315 о пересмотре цен госконтрактов, № 505 об увеличении авансовых платежей и другие).

<sup>3</sup> <https://rosinfra.ru/files/analytic/document/07f0534c806becfc6aad8dacc5681b88.pdf>

различных форм и видов облигаций, в том числе сложноструктурированных выпусков секьюритизации инструментов ГЧП, более активное развитие которых особенно актуально в новых реалиях. Независимая рейтинговая оценка этих инструментов с последующим мониторингом изменения кредитного качества позволяет входить в такие сделки контрагентам, не обладающим экспертизой в сделках ГЧП. Общий объем частных инвестиций в проектах, в которых публичный партнер имеет кредитный рейтинг АКРА не ниже A(RU), а размер частных инвестиций в проект превышает 5 млрд руб., по-прежнему оценивается Агентством на уровне порядка 330 млрд руб.; следовательно, не менее 15% стоимости всех проектов ГЧП на эксплуатационной стадии могут быть секьюритизированы.

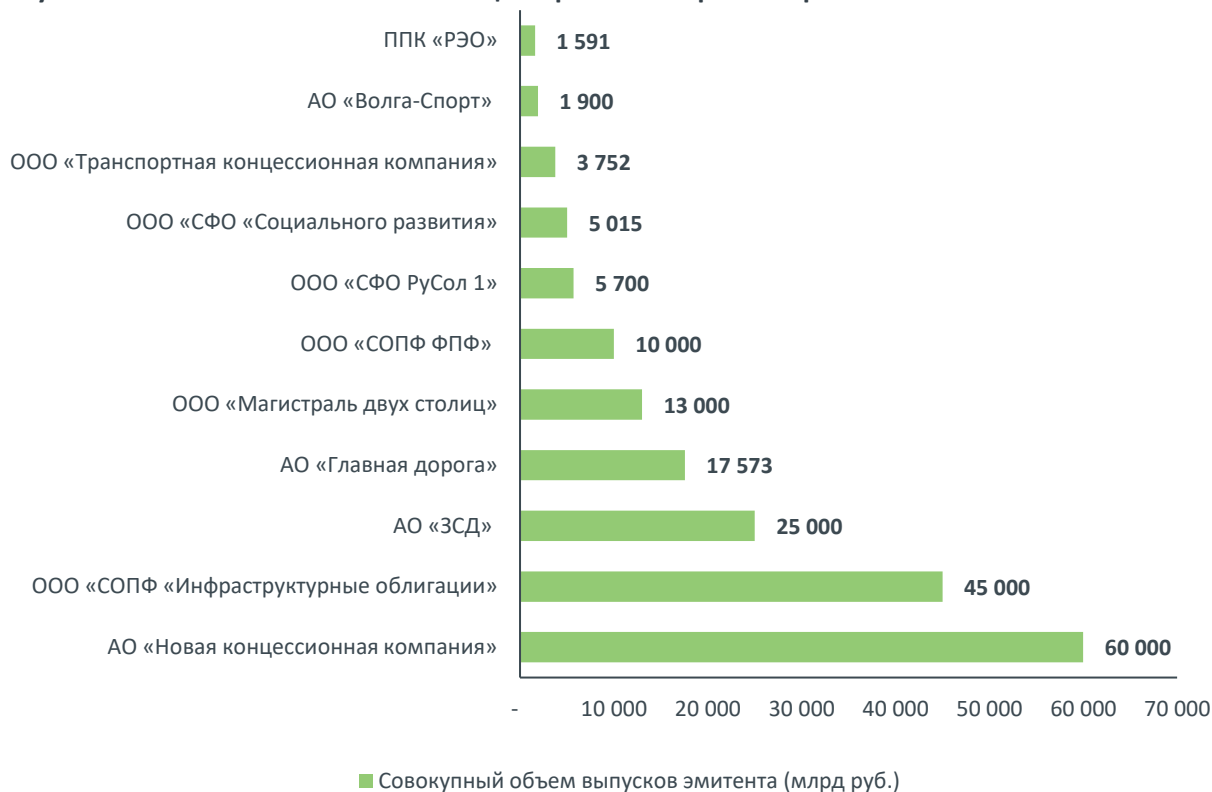
Невысокая популярность облигаций проектного финансирования связана с относительной сложностью их структурирования и с несовершенством нормативно-правовой базы. Это приводит к недостаточному спросу на такие инструменты со стороны институциональных инвесторов. Как правило, процесс структурирования и размещения первого выпуска занимает около шести месяцев, то есть требует более существенных временных и денежных затрат по сравнению с классическими облигациями (остальные выпуски в рамках разработанной структуры обычно сопоставимы с классическими облигациями по затратам времени и ресурсов). В связи с этим подобная технология пока доступна преимущественно лишь крупным игрокам.

Развитие практики применения цифровых финансовых активов для сделок проектного финансирования, по мнению АКРА, могло бы в будущем удешевить и упростить процесс, сделав технологию доступной для более мелких контрагентов. Для проектного финансирования важен контроль и прозрачность целевого использования денежных потоков, а цифровые активы такую возможность предоставляют. При этом, как утверждают эксперты, размещение данных инструментов будет обходиться участникам рынка дешевле, учитывая отсутствие необходимости в ряде контрагентов, без которых невозможно размещение сложноструктурированных облигаций. На данный момент в России практически отсутствуют прецеденты таких сделок, однако на горизонте пяти лет этот инструмент, по оценкам АКРА, может стать одним из драйверов рынка проектного финансирования.

### **Текущее состояние рынка облигаций проектного финансирования**

По данным Московской биржи, на 01.03.2023 было размещено 69 выпусков облигаций проектного финансирования, выпущенных 13 эмитентами, на общую сумму 188 млрд руб., что почти на 40% превышает показатель 2019 года. В исследовании «[Инвестиции в инфраструктуру и ГЧП: как кредитные рейтинги помогут привлечь новых игроков?](#)» от 28 сентября 2020 года Агентство отмечало, что концессионные облигации утрачивают актуальность из-за ненадежности структуры, в связи с чем спрос на этот инструмент со стороны инвесторов небольшой. Практически единственным крупным размещением таких облигаций за последние несколько лет стали облигационные выпуски АО «Новая концессионная компания». На смену данным инструментам постепенно приходят сложноструктурированные облигации, эмитентами которых выступают СФО: на сегодняшний день их доля составляет 35% от общего объема облигаций проектного финансирования. Отдельно подчеркнем, что в последние годы основной прирост размещений облигаций обеспечен облигациями СОПФ с полным регрессом кредитного риска на государство.



Рисунок 3. Знаковые эмитенты облигаций проектного финансирования в России <sup>4</sup>

Источник: расчеты АКРА на основе данных Московской биржи

<sup>4</sup> В выборку не вошли 12 выпусков облигаций компаний из сектора тепло- и водоснабжения объемом более 19 млрд руб., хотя данные бумаги и называются концессионными. Этот вид облигаций не в полной мере можно отнести к облигациям проектного финансирования из-за специфичности рисков базового актива и несовершенства структуры самих облигаций. По своей сути эти финансовые инструменты являются корпоративными облигациями. По десяти выпускам этих облигаций на сумму более 16 млрд руб. были допущены дефолты. Причиной этого стало отсутствие присущих облигациям проектного финансирования инструментов защиты кредитного качества, которые не были применены для учета специфических рисков концессий коммунальной инфраструктуры.

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.