Денис ШТИРБУ,
старший юрист, VEGAS LEX

Инфраструктурное проектное финансирование выделяется на общем рынке проектного финансирования. Это связано с правовой регламентацией объектов инфраструктуры и ролью государства в этом сегменте экономики. Из этих особенностей вытекают возможности государственного участия в проектах финансирования инфраструктуры.

Инфраструктурный вопрос

«НА ПРАКТИКЕ СПОНСОРЫ ПРОЕКТА НЕ ВСЕГДА ИСПОЛЬЗУЮТ СУЩЕСТВУЮЩИЕ ФОРМЫ ГОСПЛЕЧА. НО ОНИ ОЧЕНЬ ЧАСТО ВКЛЮЧАЮТ ГОСГАРАНТИЮ В СТРУКТУРУ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРОСТО ПОТОМУ, ЧТО ЕСТЬ ТАКАЯ ОПЦИЯ»

ЗАПРЕТЫ И ОГРАНИЧЕНИЯ — АРХИТЕКТОР ИНФРАСТРУКТУРНОГО ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Строительство нефтеперерабатывающего завода или горнообогатительного комбината может осуществляться на основе проектного финансирования. Однако эта деятельность является частнопредпринимательской, в связи с чем риски лежат исключительно на частном бизнесе. Принцип диспозитивности участников сделки господствует. Законодательная регламентация в этом случае не имеет столь критического значения, в отличие от инфраструктуры.

Инфраструктура также может создаваться и эксплуатироваться на основе проектного финансирования: автодороги, объекты железнодорожного транспорта, аэропортовая инфраструктура, морские и речные порты, иные объекты.

Вместе с тем, инфраструктура характеризуется существенной государственной заинтересованностью, основанной на обеспечении публичных интересов, поэтому организация и структурирование инфраструктурного проектного финансирования имеет свои особенности. Эти инфраструктурные отличия не всегда выражаются в высокой стоимости объекта и потребности в дешевых деньгах. Но эта разница порождает отдельные проектные риски, которые требуют своего администрирования. Вместе с тем, эта же разница обосновывает применение госплеча в инфраструктурных проектах.

Ключевые особенности инфраструктуры:

- значительные публичные интересы: создание и содержание инфраструктуры — задача государства;
- ограничения прав субъектов по отдельным правомочиям собственника и вплоть до запрета частной собственности и ограничения в обороте;
- регулирование естественных монополий: порядок эксплуатации и тарифы регулируются государством;
- невысокая рентабельность — результат регулирования тарифов и капиталоемкости объектов;
- макроэкономические эффекты инфраструктуры: капитализация промышленности вырастает благодаря инфраструктурной обеспеченности;
- низкая ликвидность инфраструктурного объекта — результат специального нормативного регулирования;
- вовлечение государства обосновано публичным значением.

Наличие у государства обязательств по развитию инфраструктуры создает возможности для использования господдержки и государственных денег в структуре проектного финансирования.

ТОЧКА ПРИЛОЖЕНИЯ ГОСПЛЕЧА

Инфраструктурные объекты требуют индивидуального подхода в определении роли и форм госучастия. Возьмем объекты электрогенерации: реформа рынка электроэнергетики привела к тому, что на свободном рынке электрогенерации государство

видит себя регулятором. Иная ситуация в железнодорожной отрасли, где государство контролирует магистральную инфраструктуру через ОАО «РЖД».

Методологической основной вовлечения государства в инфраструктурное проектное финансирование является анализ рисков и распределение на государство тех, которые оно может лучше администрировать. Работа с рисками позволяет выявить применимые механизмы государственной поддержки, которые регламентированы или не запрещены законодательно. От имени государства плечо в проектном финансировании могут предоставить институты развития, государственные банки и инфраструктурные монополии.

На практике спонсоры проекта не всегда используют существующие формы госплеча. Не во всех проектах требуется минимизировать риск недофинансирования в форме государственной гарантии. Но спонсоры очень часто включают госгарантию в структуру проектного финансирования просто потому, что есть такая опция. В то же время, риск недостаточности трафика приводит к проблемам с обслуживанием долга. В связи с этим гарантирование государством минимального дохода более актуально, так как позволяет привлечь частные инвестиции без госгарантий.

Так, точкой приложения госплеча в инфраструктурном проекте должны быть именно те риски, которые не покрываются спонсорами и кредиторами.

РИСКИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ПРОЕКТЕ

Специфика инфраструктуры обосновывает правомерность использования государственного финансирования в качестве одного из источников фондирования проекта.

В связи с этим необходимо объективно оценивать целевые программы, которые являются средством планирования бюджета[1], но ни в коем случае не формируют государственных обязательств по включению объемов финансовых средств в бюджет на будущий год и плановый период. В то же время, бюджетные обязательства, возникающие на основании подписанных государством соглашений, формируют правовые основы ежегодного включения финансовых средств в закон о бюджете на будущий год и плановый период. В итоге требовать от Минфина включения в бюджет средств, заложенных в ФЦП, невозможно, тогда как невключение в бюджет объемов финансирования, вытекающих из обязательств государства по концессионному соглашению (например, софинансирование концедентом расходов концессионера на создание и содержание объекта; плата концедента), является незаконным.

> НА ПРАКТИКЕ БОЛЬШИНСТВО ПРОЕКТНЫХ КОМПАНИЙ ПО КРУПНЫМ ИНФРАСТРУКТУРНЫМ ОБЪЕКТАМ СРАЗУ СОЗДАЮТСЯ С УЧАСТИЕМ БАНКОВ-КРЕДИТОРОВ, КОТОРЫЕ БЕРУТ УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ ПОД КОНТРОЛЬ

Таким образом, при работе с целевыми программами риск недофинансирования должен быть обеспечен прогнозируемыми альтернативными источниками, а при работе с концессионными моделями требуется мониторинг бюджетного процесса при взаимодействии с концедентом.

КОНЦЕССИЯ — МОДЕЛЬНЫЙ ПРИМЕР ИНФРАСТРУКТУРНОГО ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Приведенный пример «бюджетной гарантированности» концессии является одним из доказательств надежности концессионной модели для кредиторов, что оценено и российскими банками, и международными финансовыми институтами. Тот факт, что государство получает право собственности на созданный объект, ни в коей мере не вредит проекту. Все возможности делать бизнес с использованием объекта у концессионера имеются. Вместе с тем, государство как конечный собственник объекта инфраструктуры решает самый сложный вопрос — обеспечивает ликвидность объекта. Спрос на инфраструктурный сервис вынуждает бизнес гарантировать объемы потребления, но не порождает желания иметь непрофильный актив в собственности. Достоинством концессии является то, что объект в конечном итоге становится государственным.

Есть еще несколько особенностей концессионного соглашения, недооцененных в практике в настоящее время:

- объект концессионного соглашения может включать в себя несколько объектов недвижимости, а также оборудование и иное движимое имущество;
- концессия предусматривает не только строительство и эксплуатацию, но и проектирование;
- концессионер может создавать объекты в частной собственности: государство предоставляет концессионеру земельные участки и под эти частные объекты на основании единого концессионного конкурса;
- частный инвестор может получить от государства в пользование иное государственное имущество, оно связано с объектом концессии;
- концессионер может выпустить проектные (инфраструктурные) облигации.

Взаимные обязательства государства и инвестора в концессии могут обеспечить государственное финансирование в объеме до 100% стоимости объекта, а также возмещение расходов на содержание после ввода в эксплуатацию.

Таким образом, структура концессионного проекта может содержать обязательства государства по финансированию, подготовке и предоставлению земельных участков, установлению долгосрочного тарифа, принятию права собственности, компенсации в случае отсутствия минимального необходимого сбыта, предоставлению гарантий на привлечение финансирования, минимизации политических и административных рисков, защите от законодательных изменений.

Встречные обязательства частного инвестора составляют основу компетенций бизнеса — осуществление

[1] Например, п.3 ст. 179 Бюджетного кодекса.

проектного менеджмента по проектированию, строительству, финансированию и эксплуатации объекта путем управления рисками проекта и компетенциями проектной команды. Все это обеспечивает ликвидность инфраструктурного объекта.

В ПОИСКАХ ЛИКВИДНОСТИ

В связи с низкой ликвидностью защита прав кредиторов за счет активов инфраструктурного проекта не имеет столь решающего значения, как при создании промышленных объектов. Право регресса и переход объекта кредиторам не обеспечивают легкий выход: сложно найти покупателя на 300–400 км железной дороги или на основную и водосливную плотины ГЭС. Совсем иначе обстоит дело, например, с жилыми или офисными помещениями, которые и продать, и сдать в аренду значительно легче.

Круг потенциальных покупателей очень узок: это естественная монополия либо пользователи (промышленные предприятия). Из-за того что рынок ограничен, договориться с покупателем будет довольно сложно. Остается государство, но при отсутствии нормативных или договорных обязательств государство даже в проект закона о бюджете не сможет внести статью, не говоря уже о том, чтобы сделать выплаты. Законодательство о госзакупках также создает здесь барьер.

> ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ НЕОБХОДИМО ТРАНСФОРМИРОВАТЬ ПРОЕКТНЫЕ РИСКИ, УПРАВЛЯЕМЫЕ СПОНСОРАМИ И КРЕДИТОРАМИ, В РИСКИ КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ. ВЫПУСК ПРОЕКТНЫХ ИЛИ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ КАК РАЗ И РЕШАЕТ ЭТУ ЗАДАЧУ

В такой ситуации кредиторам остается самим включаться в управление рисками проекта и продолжать его реализацию с выходом на эксплуатационную стадию. На практике большинство проектных компаний по крупным инфраструктурным объектам сразу создаются с участием банков-кредиторов, которые берут управление рисками под контроль. Только доведение строительства до завершения и последующая эксплуатация обеспечивают ликвидность инфраструктуры.

ПРОЕКТНЫЕ (ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ) ОБЛИГАЦИИ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ И РОЛЬ ГОСУДАРСТВА

Низкая ликвидность и сложные риски вынуждают кредиторов занимать максимально близкую к проекту позицию, влияя на риск-менеджмент проекта или даже участвуя в управлении. Но институциональные инвесторы, которые не обладают компетенциями в инфраструктуре, не заинтересованы в управлении рисками проекта. Все, что выходит за пределы управления рисками инвестиционного портфеля, не привлекает их. Им нужна минимальная гарантированная доходность при очень низком риске; их основная цель — сберечь инвестиции от инфляции с минимальной премией.

Для привлечения средств институциональных инвесторов необходимо трансформировать проектные риски, управляемые спонсорами и кредиторами, в риски корпоративного финансирования. Выпуск проектных (инфраструктурных) облигаций как раз и решает эту задачу. В этом случае институциональные инвесторы получают актив, который можно включить в структуру инвестиционного портфеля. Вместе с бумагами они получают и ликвидность — возможность беспрепятственно выйти в деньги. Именно беспрепятственный выход должен стать заботой государства в лице регуляторов.

Выйти из инфраструктурного проекта нелегко. Поэтому проектные облигации должны быть обеспечены из источников, повышающих ликвидность и самого инфраструктурного объекта. Такими источниками могут быть:

- пользователи инфраструктуры: в форме гарантированных обязательств по потреблению и генерированию дохода (на практике эффективно только после ввода объекта в эксплуатацию);
- государство как ключевой интересант макроэкономических эффектов, обеспечивающий ликвидность инфраструктуры далеко за пределами периода обращения облигаций.

> ГОСУДАРСТВУ ЛУЧШЕ ОСОЗНАННО ПОДХОДИТЬ К ОБЕСПЕЧЕНИЮ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЧЕРЕЗ СТРАХОВАНИЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Формирование в законодательстве дополнительных возможностей по управлению проектом для держателей облигаций (общее собрание владельцев облигаций эмитента-концессионера) не решает задачу по привлечению институциональных инвесторов. Более того, вовлечение держателей облигаций в управление активом в случае дефолта и отсутствие компетенций инфраструктурного проектного финансирования приведет к ликвидации проекта и фиксации убытков по результатам. Или опять последуют обращения к государству за помощью...

В такой ситуации государству лучше осознанно подходить к обеспечению инфраструктурных облигаций через страхование инфраструктурных инвестиций. В части, не покрытой страхованием, риск убытков будет обеспечиваться за счет гарантированных объемов потребления. Для обеспечения страхования со стороны государства возможно как создание государственно-частной страховой компании, так и обеспечение фондирования действующих участников страхового рынка. При этом дополнительным источником фондирования является механизм перестрахования рисков, создающий возможность кратного увеличения инфраструктурных проектов, финансируемых с использованием инфраструктурных (проектных) облигаций.

Группа компаний Cbonds

Онлайн-доступ в любое время суток и из любой точки мира

База сделок слияний и поглощений с 2001 года

От 990 руб. в месяц

mergers.ru

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ В РОССИИ

Сделки разных стадий – переговоры, оформление, завершение

Демо-доступ

Ежедневные обновления

www.mergers.ru