

УДК 334.021

Овсянникова Я.О., аспірант, КНУ ім. Тараса Шевченка

ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПРОЕКТІВ ПУБЛІЧНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА

В статті розглядаються основні форми фінансування проектів публічно-приватного партнерства, їх особливості. Розкрито зміст основних джерел фінансування інфраструктурних проектів та принципи їх використання в умовах подолання наслідків світової фінансової кризи, визначено сучасні тенденції фінансування проектів публічно-приватного партнерства.

Ключові слова: публічно-приватне партнерство, інструменти фінансування, проектне фінансування, державне фінансування, приватне фінансування, облігації

ВСТУП

В умовах постійної нестачі фінансових ресурсів та наслідків фінансової кризи в процесі розробки проекту публічно-приватного партнерства (ППП) постає питання щодо доступних джерел фінансування та оптимальної фінансової структури проекту, адже успіх реалізації проекту PPP в значній мірі залежить від вдало побудованої фінансової структури проекту. Проте, більшість інфраструктурних проектів характеризуються великомасштабністю, капіталомісткістю та довготривалістю, що ускладнює процес фінансування проекту та потребує залучення зовнішнього фінансування. За таких умов в процесі розробки та реалізації інфраструктурних проектів на засадах PPP типовим є залучення позичкового фінансування інвесторами, так, зазвичай, співвідношення власних та запозичених коштів складає 20-40% до 80-60% відповідно.

Аналіз останніх досліджень та публікацій засвідчив, що питання розвитку публічно-приватного партнерства, його сутності та значення знайшли відображення у роботах багатьох науковців, а саме: В.Д. Базилевича, В.Г. Варнавського, В.М. Геєця, С. Гатті, І.В. Запатріной, Э. Р. Йескомба, І.І. Мазур, С.В. Намуєнковой та інших. Проте, дослідження фінансового механізму реалізації проектів на засадах публічно-приватного партнерства, його фінансові джерела та інструменти досліджено недостатньо. Зокрема, нормативно-правова база забезпечення фінансового механізму партнерства між владою і бізнесом характеризується недостатністю, що ускладнює розвиток та процес впровадження PPP в Україні.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Відтак, при розробці проекту дуже важливим є вибір доцільних фінансових інструментів для того, щоб звести фінансові затрати проекту до оптимального рівня та зберегти його інвестиційну привабливість, адже джерела фінансування впливають на вартість проекту, його дохідність, розподіл ризиків і, отже, життєздатність проекту.

Тому метою статті є дослідження основних форм та джерел фінансування інфраструктурних проектів, визначення їх характерних особливостей та умов застосування під час подолання світової фінансової кризи.

РЕЗУЛЬТАТИ

В процесі реалізації інфраструктурних проектів на засадах PPP інвестовані кошти, в кінцевому рахунку, компенсуються шляхом стягування платні за послуги зі споживачів або з платників податків як на початку будівництва об'єкту, так й під час його експлуатації. Державні підприємства з надання послуг фінансують подібні проекти за рахунок податкових надходжень до бюджету або нерозподіленої частини власних прибутків, тобто за рахунок споживачів. Інша частина запозичених коштів (емісія облігацій або акцій, кредити) погашається шляхом майбутніх доходів з експлуатації об'єкту, тобто за рахунок майбутніх платників податків або споживачів. Проте, ці варіанти мають місце лише за наявності компетентного менеджменту проекту та за умов сприятливого інвестиційного клімату.

Публічно-приватне партнерство — гнучкий інструмент, якій дозволяє використовувати альтернативні джерела приватного фінансування та нові механізми управління проектом, що залишають право власності за публічним партнером. Взаємодія влади та бізнесу у формі партнерства покращує якість суспільних послуг, підвищує рівень ефективності використання бюджетних коштів та управління державним майном. Так, для реалізації інфраструктурних проектів на засадах PPP використовують наступні форми фінансування [2, с. 44]:

- державне фінансування, що здійснюється шляхом залучення органами влади запозичених коштів по більш низьким відсотковим ставкам та кредитування ними проекту, також надання грантів, субсидій, гарантій;
- корпоративне або приватне фінансування, тобто зовнішні інвестори проекту залучають кошти шляхом використання власної кредитної історії під діючий бізнес;
- проектне фінансування, що розуміють як пряме кредитування компанії, яка спеціально створена під відповідний проект. Погашення кредиту відбувається за рахунок грошових потоків компанії, а забезпеченням кредиту виступають поточні активи проекту та майбутні доходи. Таким чином, борг проектною компанією не відображається на балансі акціонерів та концедента (держави), отже, не впливає на їхню кредитну привабливість (рис. 1).

При державному фінансуванні органи влади можуть залучати банківські кредити, позики міжнародних організацій (державні позики) та кошти інвесторів (облігації). Обсяги, строк погашення та відсоткова ставка державних позик та облігацій в значній степені залежать від рейтингу країни та від джерел кредитного

фінансування. Відтак, для країн з низьким та середнім рівнем доходів дуже привабливими являються позики міжнародних фінансових організацій, які характеризуються нижчими відсотковими ставками, ніж ринкові, та тривалим періодом відстрочки платежу (зазвичай, біля 20-25 років, що співпадає зі строком реалізації проекту) [7, с. 87]. Проте, при державному фінансуванні можуть виникнути труднощі у зв'язку з ростом державного боргу, тобто кредитоспроможності держави.

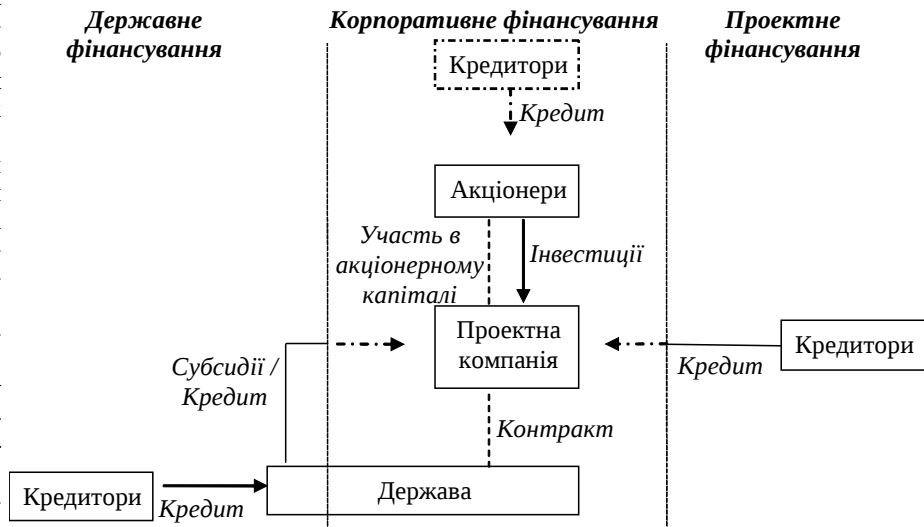


Рис. 1. Форми фінансування проектів публічно-приватного партнерства [2, с. 45]

Кредитори можуть надати кошти під більш високі відсоткові ставки через можливі проблеми держави по обслуговуванню кредиту. Таким чином, для країн з великим розміром боргу по відношенню к ВВП державне фінансування інфраструктурних проектів може бути обтяжливим тягарем в порівнянні з іншими формами фінансування.

Корпоративне або приватне фінансування державної інфраструктури можна поділити на часткове (акціонерне) фінансування та кредитне. При акціонерному фінансуванні інвестиційні компанії, венчурні фірми, банки та будівельні компанії, а також держава або міжнародні організації, беруть участь у капіталі проектної компанії, тобто акціонери становляться власниками проектної компанії пропорційно їхній частки капіталу та розраховують на прибутковість від інвестованого капіталу за рахунок дивідендів, які виплачуються вже після кредитних зобов'язань. Кредитне фінансування в основному здійснюється шляхом синдикованої позики, яка надається комерційними кредиторами або ринками капіталу. Умови кредитування в значній степені залежать від специфіки проекту та особливостей країни: політичної стабільності, валютних резервів по кредитам в іноземній валюті та рівня інфляції.

Механізм приватного фінансування передбачає організацію фінансування ППП в основному за рахунок коштів інвестора проекту. У цьому випадку держава вирішує дві проблеми: здійснюється економії бюджетних коштів і основною оперативною функцією держави стає організація поточного державного контролю за ефективним витрачанням коштів підприємницьких структур [1, с. 52]. Проте, за умов приватного фінансування загальна вартість проекту може зрости через більш високі відсоткові ставки, за якими приватні інвестори залучають інвестиції, в порівнянні з ставками для держави.

У випадку проектного фінансування, або його ще називають змішаний механізм фінансування, до проекту залучаються декілька приватних інвесторів (консорціум) при реалізації комплексу заходів фінансової підтримки з боку держави. Іншими словами, державне інвестування здійснюється або на принципах співфінансування з приватним капіталом, коли кожна сторона фінансує створення окремих елементів загального інфраструктурного об'єкта, або за допомогою об'єднання ресурсів в рамках створеної проектної компанії (вкладення в статутний капітал спільного підприємства).

Слід зазначити, що останнім часом фінансування проектів публічно-приватного партнерства, зазвичай, ґрунтується на принципах проектного фінансування, за умов якого у кредиторів повністю відсутнє або мається обмежене право регресу по відношенню к організаціям-учасникам партнерства на випадок виникнення проблем з компенсацією коштів по проекту (на відміну від корпоративного фінансування) [6, с. 69]. Таким чином, проектне фінансування поєднує механізм фінансування та повернення інвестицій, проте грошовий потік повинен бути достатнім для обслуговування та погашення боргу, а також для забезпечення дохідності капіталу. Також, цей механізм характеризується гнучкістю та ефективністю управління залученими інвестиціями, паритетним розподілом ризиків та відповідальності між учасниками. Крім того, проектне фінансування може поєднати в собі різні фінансові інструменти залучення інвестицій для реалізації проекту, серед яких є мезонінне фінансування.

Мезонінні капітальні вкладення — це субординоване кредитування, що надається третіми особами, які не є учасниками проектної компанії. Вони менш цікаві інвестору, ніж прямі кредити, але більш привабливі, ніж акціонерний капітал. Використовується мезонінне фінансування у випадках, коли «старші» кредитори відмовляються збільшити боргове фінансування, а спонсори не можуть інвестувати більше в акціонерний капітал. Прикладами мезонінних джерел фінансування є субординовані кредити і привілейовані акції. Субординовані кредити передбачають, що кредитор погоджується на повернення коштів після того, як будуть виплачені «старші» борги всім кредиторам з переважним правом вимоги, як у зв'язку з отриманням особли-

вих проектних доходів, так і у випадку неплатоспроможності. Привілейовані акції — це акції, які мають пріоритет перед «звичайними» акціями у разі розподілу прибутку [2, с. 48]. Учасники проекту, що мають мезонінні фінансування, отримують компенсацію за прийняття на себе додаткового ризику, або за допомогою одержання більш високої процентної ставки за кредитами в порівнянні із зобов'язаннями по «старшій» позики, або за допомогою участі в прибутку проекту, та / або отримання проектного доходу або доходу від приросту капіталу. Використання мезонінних джерел фінансування (які можна також охарактеризувати як квазівласний капітал) дозволяє проектній компанії забезпечити більш високе співвідношення між залученими і власними засобами, хоча і за вищою ціною, ніж у випадку основного боргу.

У світовій практиці типовими фінансовими інструментами реалізації проектів є інфраструктурні або проектні облигації при контрактах концесії. Проектні та інфраструктурні облигації — це різновиди сек'юритизованих боргових паперів, забезпечені гарантіями держави чи відповідної державної компанії. Вони випускаються спеціальною проектною компанією створеної для реалізації конкретного проекту, мають цільове призначення, тобто кошти залучаються на реалізацію відповідного проекту, забезпечені потоками передбачуваних майбутніх доходів або грошових надходжень від реалізованого проекту, під який вони випускаються. Базовою гарантією прибутковості при випуску проектних облигацій служить сам проект [8, с. 113]. Інвесторами можуть бути пенсійні фонди, страхові компанії та інші інституційні інвестори. Надійність проектів, забезпечених інфраструктурними облигаціями, забезпечена гарантіями мінімізації ризиків даних проектів, включаючи надання банківських гарантій, використання механізмів страхування відповідальності.

Проте, через негативні умови, які спричинені наслідками світової фінансової кризи, структура фінансування проектів PPP суттєво відрізняється від докризової практики. Світова криза призвела до скорочення обсягу доступних позичкових засобів, що, в свою чергу, ускладнило фінансування крупних проектів, а також скоротило можливості профінансувати проект шляхом випуску облигацій через підвищення кредитних ставок. У зв'язку з дефіцитом позичкових коштів та їхнім удорожчанням, важливим є механізм надання державних гарантій щодо виконання зобов'язань, засвідчених проектними облигаціями в рамках PPP. Це є значущим критерієм для оцінки кредитного рейтингу майбутніх облигацій. Готовність держави надавати прямі і непрямі гарантії під проекти, що здійснюються на принципах публічно-приватного партнерства з використанням проектних облигацій — додатковий аргумент на користь інвестування коштів пенсійних резервів і накопичень в подібних облигаціях.

Зауважимо, що в залежності від сфери застосування та масштабу проекту буде змінюватися структура та джерела фінансування проектів. Так, для реалізації більш капіталомістких та довготривалих проектів зазвичай залучають фінансову підтримку держави у вигляді: часткового фінансування проекту, державних гарантій, пільгових кредитів, податкових канікул, тощо. Таким чином, збільшується привабливість проекту та зменшується вартість залучених фінансових ресурсів. Більш того, державна підтримка необхідна для країн з перехідною економікою, де несприятливий інвестиційний клімат та слабо розвинене правове регулювання, через що вартість проекту збільшується внаслідок значних ризиків приватного партнера [5, с. 60].

Роль участі держави у фінансуванні інфраструктурних проектів в країнах Європейського союзу досить значна, особливо серед нових країнах-членів, які, зазвичай, з перехідною економікою (Польща, Угорщина, Мальта, Кіпр, Словенія, Чехія, Естонія). Так, серед нових країн-членів ЄС протягом 2006-2009 рр. майже 56% від загального обсягу інвестицій у інфраструктуру було профінансовано публічним сектором. Зауважимо, в Польщі частка участі публічного сектору у фінансуванні інфраструктурних проектів складає 76%, тоді як в Австрії лише 14%. Проте, інші країни ЄС (Франція, Великобританія, Німеччина, Греція, Італія, Фінляндія, Ірландія, Австрія, Португалія, Іспанія, Швеція) залучають державні кошти лише на 38% від загального обсягу інвестицій в інфраструктуру [4]. Слід зазначити, що більшість інвестицій публічного сектору країн ЄС вкладається в проекти пов'язані з наданням послуг у сфері освіти (табл. 1).

Таблиця 1
Співвідношення публічних та приватних інвестицій в інфраструктурні проекти країн Європейського союзу протягом 2006-2009 рр. *

Сектор	Публічні інвестиції, %	Приватні інвестиції, %
Освіта	87,1	12,9
Охорона здоров'я	32,4	67,6
Транспорт	31,2	68,8
Комунальні послуги	21,5	78,5

* Складено за даними [4]

проекту фінансується за рахунок позик. Облігаційне фінансування займає лише 6%, відповідно 14% належить акціонерному капіталу. Проекти у сфері освіти та охорони здоров'я, в середньому, більш з високою часткою позичкових коштів, ніж проекти в галузі транспорту та комунального господарства. Наприклад, в секторі охорони здоров'я частка акціонерного капіталу становить лише 6%, в той час як в сфері комунальних послуг вона становить 19%. Зокрема, облигації є більш вагомими в соціальній інфраструктурі, ніж в економічній інфраструктурі.

За таких умов, виникає питання доцільності та ефективності наданої державної підтримки, що потребує чіткого визначення пріоритетних сфер розвитку, форм й умов надання та, найголовніше, інструментів забез-

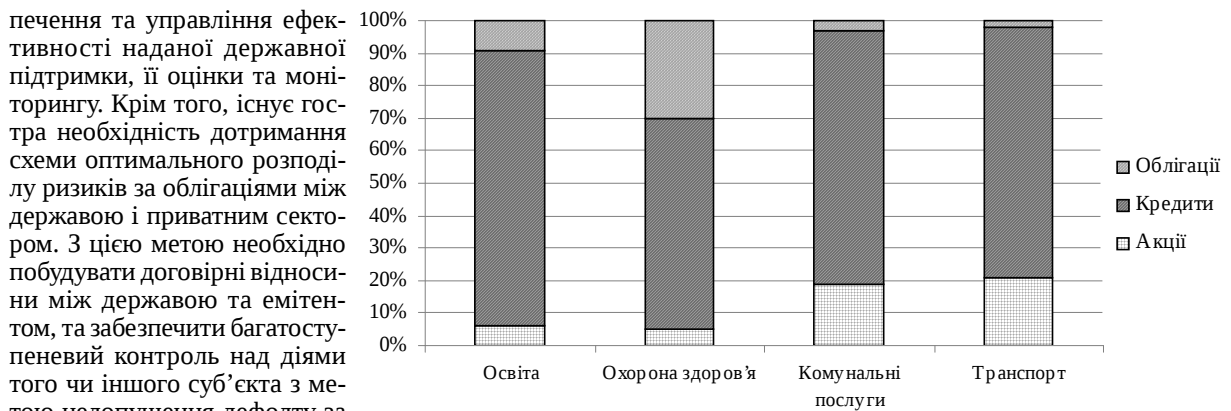


Рис. 2. Структура фінансування інфраструктурних проектів за джерелами фінансування країн Європейського союзу протягом 2006-2009 рр. [4]

печення та управління ефективності наданої державної підтримки, її оцінки та моніторингу. Крім того, існує гостра необхідність дотримання схеми оптимального розподілу ризиків за облігаціями між державою і приватним сектором. З цієї метою необхідно побудувати договірні відносини між державою та емітентом, та забезпечити багату-ступеневий контроль над діями того чи іншого суб'єкта з метою недопущення дефолту за облігаціями. Тому, з метою зниження ризиків необхідним є наділення контрольними або управлінськими функціями державних корпорацій в проектах ППП.

У зв'язку зі складною економічною ситуацією та обмеженим доступом до приватних інвестицій більшого значення набуває підтримка держави та участь у проектах міжнародних фінансових інститутів. Важливість участі держави або міжнародних організацій у реалізації проектів обумовлюється тим, що це являється додатковим фактором, який підтверджує зацікавленість держави в їх успішній реалізації, й певним стимулом для банків вкладати гроші в проекти.

Так, при реалізації стратегії фінансування та сприяння тому чи іншому інфраструктурному проекту, реалізованого у форматі публічно-приватної ініціативи, міжнародні фінансові інститути відіграють велику роль у розвитку практики реалізації проектів ППП. Міжнародні банки розвитку володіють великим досвідом і інструментарієм для здійснення супроводу, фінансування проектів ППП та надання гарантій. Так, у своїй діяльності банки розвитку можуть застосовувати разом або окремо все різноманіття фінансових інструментів, таких як: кредитування, технічне і консультативне сприяння, надання гарантій, інвестування за допомогою участі в статутному капіталі, боргове фінансування проекту і т.д.

Важливим є те, що міжнародні банки розвитку є джерелами дешевих «довгих» грошей, що повністю відповідає потребам ППП з точки зору тривалості проектів і, як наслідок, структури їх фінансування. Більш того, міжнародні банки розвитку володіють особливим статусом, що включає майнові і судові імунітети, податкові та митні преференції, переваги, які дозволяють уникати негативних наслідків, які можуть бути викликані зміною законодавства та банківського регулювання в країнах-учасниках. При фінансуванні проектів ППП це дає можливість хеджувати ті ризики, які є серйозною перешкодою на шляху звичайних банків [3, с. 82]. Також, гарантії міжнародних банків розвитку часто мають більш високий рейтинг, ніж суверенні гарантії, що надаються країнами-учасниками партнерства.

В сучасних умовах на ринку проектного фінансування, зокрема, при забезпеченні успішної реалізації проектів публічно-приватного партнерства виникає важливе питання щодо надання та отримання фінансових гарантій, які сприяють більш вигідному залученню інвестицій в проект. Облігації проектною компанією, які емітовані спеціально під реалізацію окремого проекту, зазвичай, гарантовані його активами. Проте, на етапі будівництва об'єкту дуже важко арештувати суттєві активи для предмета застави, таким чином, з незабезпеченими облігаціями дуже важко привабити інвесторів. Щоб уникнути цієї проблеми, може бути використана особлива форма гарантій — випуск облігацій зі страховою гарантією, яку надає «monoline insurer», тобто вузькоспеціалізована страхова компанія — це світові страхові компанії, єдиним напрямком яких є страхування фінансових активів та надання гарантій, наприклад, страхування емітента облігацій від дефолту. На сьогодні, банкам стає все важче задовольняти гостру потребу в наданні фінансових гарантій, крім того, найважливішим питанням для банків стає дотримання коефіцієнтів капіталу, що надає значний імпульс страховим компаніям впроваджувати послуги з надання страхових гарантій, та скласти значну конкуренцію банківським гарантіям. Іншим фактор зростання попиту на гарантії, які пропонує страховий ринок, це вражаючий розвиток операцій по сек'юритизації активів, які мають багато спільних рис з угодами проектного фінансування.

На страховому ринку серед основних представників спеціалізованих страховиків являються S&P, Moody's, Fitch, тобто з найкращим рейтингом, які забезпечують підвищення рейтингу кредитних гарантій пропонуючи відповідний супровід угод з реалізації інфраструктурних проектів при певних умовах [7, с. 218]. Іншими словами, страхова компанія беззастережно і безповоротно надасть у борг свій рейтинг проектній компанії — створення так званих «wrapped bonds» або «застрахованих облігацій» — в обмін на виплату страхової премії. Це означає, що якщо проектна компанія зазнає дефолту по основному боргу і виплатам відсотків вкладникам, то страховик гарантує інвестору виплату капіталу та відсотків по застрахованим облігаціям. Участь вузькоспеціалізованого страховика часто означає, що облігація отримує рейтинг інвестиційного класу від рейтингових агентств. Враховуючи, що тільки провідні страховики працюють в цій сфері бізнесу, отримані рейтинги матимуть значення «AAA» / «Aaa» (рис. 3).

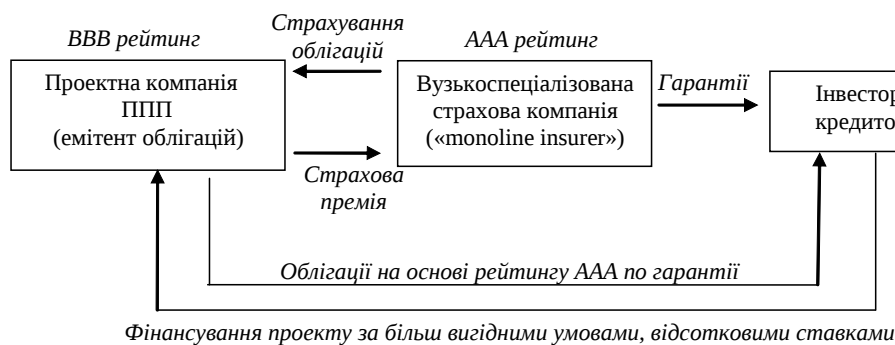


Рис. 3. Традиційна схема страхування облігацій проектів публічно-приватного партнерства

З точки зору емітента, даний механізм забезпечує [8, с. 140]:

- кращу реалізацію облігацій;
- відсутність негативного впливу на кредитну історію позичальника та його кредитоспроможність (у разі отримання інших банківських кредитів);
- залучення інвесторів на більш вигідних умовах;

• зменшення витрат з їх випуску за рахунок зниження сум виплачуваного доходу (застрахована в авторитетного страховика облігація стає більш надійною, а тому може бути поширена при меншій прибутковості).

Основним недоліком використання такого виду гарантій є більш висока ціна страхової премії за договором, яка, зазвичай, становить від 1/3 до 1/2 сукупної економії емітента, яку він одержує на виплаті відсотків за весь період дії облігації. Проте, цього можна уникнути у випадку залучення відповідних страхових компаній у реалізацію проекту ППП як інвестора або консультанта, що автоматично підвищує рейтинг проекту, та, як наслідок, може вплинути на отримання кредиту по нижчим відсотковим ставкам.

ВИСНОВКИ

Таким чином, джерела фінансування проектів публічно-приватного партнерства, незалежно від типу капіталу позикового або акціонерного, впливають на виручку, рівень ризиків, структурування проекту, умови кредитування (термін погашення, відсоткові ставки/збори, потреба в іноземній валюті), фінансову привабливість проекту, необхідність в різних видах гарантій і підвищенні кредитної якості. В сучасних умовах визначення оптимальної фінансової структури проекту ускладнюється через наслідки світової фінансової кризи, які призвели до дефіциту доступних джерел фінансування. Процес використання інфраструктурних облігацій, які могли б розвинути механізми реалізації інфраструктурних проектів в українській економіці і позитивно позначитися як на процесах інвестування, так і на вирішенні проблем розвитку країни, ускладнюється через підвищення відсоткових ставок, обмежені обсяги кредитування, а також недосконалість нормативно-правової системи та організаційно-фінансового механізму. Відтак, збільшується роль державної підтримки проектів ППП по наданню гарантій, пільгових державних кредитів, податкових канікул та грантів, що свідчить про державну зацікавленість в успішній реалізації проекту та зменшує ризик дефолту проекту.

На нашу думку, в процесі розвитку публічно-приватного партнерства наступним етапом буде збільшення ролі короткострокових кредитів, рефінансування яких відбуватиметься на експлуатаційному етапі, а також поява в фінансовій структурі значної частини мезонінного фінансування, що дозволяє покрити нестачу звичайних кредитних коштів. У подальшому актуалізується питання ефективного використання бюджетних коштів у процесі фінансування проектів ППП, що потребує розробки відповідної методології щодо оцінки вартості державної підтримки та аналізу її доцільності, а також забезпечення прозорості її надання та належного контролю і звітування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Варнавский В.Г. Концессии в транспортной инфраструктуре: теория, практика, перспективы / В.Г. Варнавский — М.: ИМЭМО РАН, 2002. — 189 с.
2. Делмон Д. Государственно-частное партнерство в инфраструктуре. Практическое руководство для органов государственной власти / Д. Делмон — Мировой банк. PPIAF. — Красноармейск (Московская обл.): Изд. «ООО «ГЕО-ТЭК», 2010. — 153 с.
3. Дубенко П.И. Возможности международных банков развития в реализации проектов ГЧП и развитие трансграничной инфраструктуры / П.И. Дубенко. — Евразийская экономическая интеграция. — 2009. — №4 (5). — С.70-84.
4. Евростат: Статистическая служба ЕС. — Официальный сайт. — Электронный ресурс. — Режим доступа: / <http://ec.europa.eu/eurostat>
5. Запатрина И.В. Потенциал публично-частного партнерства для развивающихся экономик / И.В. Запатрина. — К.: Издательский центр Союза собственников жилья Украины, 2011. — 152 с.
6. Практическое руководство по вопросам эффективного управления в сфере государственно-частного партнерства. — Европейская экономическая комиссия Организации Объединенных Наций. — Женева, 2008. — 114 с.
7. Gatti S. Project Finance in theory and practice. / Stefano Gatti. — Elsevier Inc. — London, 2008
8. Yescombe E.R. Public-Private Partnerships: Principles of Policy and Finance / E.R. Yescombe. — Published by Elsevier Ltd, 2007

Стаття надійшла до редакції 14 грудня 2011 року