

28 СЕНТЯБРЯ 2020 | МОСКВА

ИНВЕСТИЦИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ И ГЧП

Как кредитные рейтинги помогут привлечь
новых игроков?



ИССЛЕДОВАНИЕ

АКРА



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ЦЕНТР
ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО
ПАРТНЕРСТВА

ВЭБ
РФ

СОДЕРЖАНИЕ

- с.5
ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ МИРОВОГО РЫНКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ
- с.12
РЕЙТИНГОВЫЙ АНАЛИЗ ПРОЕКТНО–ФИНАНСОВОЙ ТРАНЗАКЦИИ. НЕЗАВИСИМАЯ ОЦЕНКА
- с.17
ПУБЛИЧНЫЙ ПАРТНЕР В СДЕЛКАХ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ
- с.19
ЧАСТНЫЕ ПАРТНЕРЫ, ИМЕЮЩИЕ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ АКРА
- с.22
ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОГО РЫНКА. ЕСТЬ ЛИ МЕСТО ДЛЯ ОБЛИГАЦИЙ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ?
- с.24
АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИНВЕСТОРЫ В РОССИИ. ЕСТЬ ЛИ ПОТЕНЦИАЛ?
- с.25
КОНЦЕССИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- с.27
ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ
- с.29
Приложение 1
СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ УРОВНЕЙ НАДЕЖНОСТИ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП АКТИВОВ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ МИРОВОГО РЫНКА
- с.31
Приложение 2
КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ, ПРИСВОЕННЫЕ АКРА СУБЪЕКТАМ И МУНИЦИПАЛЬНЫМ ОБРАЗОВАНИЯМ РФ
- с.32
Приложение 3
ТОП–10 НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ, СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ И УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ В 2019 ГОДУ

АЛЬФИЯ ВАСИЛЬЕВА

Эксперт, группа рейтингов
проектного финансирования
и инфраструктуры

+7 (965) 209-3640
alfia.vasilieva@acra-ratings.ru

**ХОРКЕ ТРУХИЛЛО
СЕЗАР АУГУСТО**

Старший директор, группа
рейтингов проектного
финансирования
и инфраструктуры

+7 (965) 448 0941
cesar.horqqe@acra-ratings.ru

СТАНИСЛАВ АДАМАЙТИС

Главный аналитик,
Национальный Центр ГЧП

+7 (495) 988-7707
research@pppcenter.ru

Контакты для СМИ
АЛЕКСЕЙ ЧУРИЛОВ

Менеджер по внешним
коммуникациям

+7 (495) 139-0480, доб.169
media@acra-ratings.ru

ГЛОССАРИЙ

ТЕРМИН ИЛИ СОКРАЩЕНИЕ	РАСШИФРОВКА
БАЗЕЛЬ III	Методические рекомендации в области банковского регулирования Базельского комитета по банковскому надзору, утвержденные в 2011 году
ВИЭ	Возобновляемые источники энергии
ГП	Генеральный подрядчик
ГЧП	Государственно – частное партнерство
МЕТОДОЛОГИЯ	Методология присвоения кредитных рейтингов эмитентам, инструментам и обязательствам проектного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации АКРА
МГД	Минимальный гарантированный доход
НПФ	Негосударственный пенсионный фонд
ПП	Публичный партнер – публично – правовое образование (Российская Федерация, субъект Российской Федерации, муниципальное образование), являющееся стороной концессионного соглашения или соглашения о ГЧП/МЧП, или Государственная компания «Российские автомобильные дороги», Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом», осуществляющие полномочия концедента
ПФТ	Проектно – финансовая транзакция или сделка проектного финансирования
УК	Управляющая компания
ЦУР	Цели в области устойчивого развития
CASH SWEEP	Механизм направления всех свободных средств на обязательное погашение долга
EL	Ожидаемые потери инвесторов в рамках ПФТ
LGD	Величина потерь в случае дефолта
M&A	Сделка слияния – поглощения
NSFR	Показатель чистого стабильного финансирования
PD	Вероятность дефолта проекта
RR	Уровень потенциального возмещения в случае дефолта ПФТ
SOLVENCY II	Директива законодательства Европейского союза, регулирующая деятельность страховых организаций
SPV	Проектная компания особого назначения (с ограниченным риском банкротства и правом заниматься единственным видом деятельности – реализацией ПФТ). В России, согласно Федеральному закону от 21.12.2013 № 379-ФЗ, предусмотрено два типа SPV: специализированные финансовые общества (СФО) и специализированные общества проектного финансирования (СОПФ).

ИНВЕСТИЦИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ И ГЧП. КАК КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ПОМОГУТ ПРИВЛЕЧЬ НОВЫХ ИГРОКОВ?

ОБЗОР РЫНКА ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТОВ В РОССИИ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ И СОВРЕМЕННЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СЕКТОРА ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

В течение последних 15–20 лет в мире наблюдается растущий интерес со стороны инвесторов к сделкам проектного финансирования. Это связано в первую очередь с финансированием строительства инфраструктурных объектов в формате государственно-частного партнерства (ГЧП): в период с 1999 по 2019 год включительно объем и количество реализованных сделок выросли более чем вдвое. Финансирование проектов все чаще осуществляется посредством эмиссии облигаций, обеспеченных денежными потоками от реализации инфраструктурных проектов на принципах ГЧП. Как показала международная практика, дефолт по этому инструменту наступает реже даже в периоды экономической нестабильности. Эксперты АКРА и Национального Центра ГЧП проанализировали российский рынок проектного финансирования, в том числе с точки зрения финансирования проектов посредством эмиссии концессионных облигаций, а также оценили потенциал расширения круга инвесторов.

По состоянию на сентябрь 2020 года в России реализовывается более 3000 проектов ГЧП. Их общая стоимость превышает 4,5 трлн руб., из которых частные инвестиции составляют 3,1 трлн руб. (69%). Общая стоимость проектов ГЧП составляет 44% от затрат на инфраструктуру, планировавшихся в рамках реализации национальных проектов в 2018 году.

Из 3 440 проектов, в настоящий момент реализуемых на принципах ГЧП, 65% уже введены в эксплуатацию и находятся на операционной стадии. При этом общий объем частных инвестиций в проектах, в которых публичный партнер имеет кредитный рейтинг АКРА не ниже категории А (RU) и объем частных инвестиций превышает 5 млрд руб., составляет 330 млрд руб.¹, что составляет около

15% от стоимости всех проектов ГЧП, находящихся на эксплуатационной стадии. Наличие такого существенного объема инвестиций в проекты, риски строительной стадии по которым к настоящему моменту пройдены, создает хорошие условия для применения инструментов секьюритизации. Чтобы успешно реализовать данный потенциал, необходимо развивать институциональную среду и наращивать экспертизу в части структурирования проектов с полным обособлением активов (в том числе с применением конструкций СФО и СОПФ). Очень важную роль играет взаимодействие частного и публичного партнеров, так как их успешное сотрудничество является одним из необходимых условий для получения стабильных во времени рейтинговых оценок. Необходимо также повышать прозрачность рынка и раскрывать информацию о реализации проектов, что позволит институциональным инвесторам привыкнуть к новым инструментам и в полной мере оценить их преимущества.

Кризис, вызванный пандемией коронавируса COVID-19, оказал существенное влияние на проекты ГЧП. За первые восемь месяцев 2020 года объем инвестиций в новые проекты составил лишь 29% от соответствующего показателя за аналогичный период предыдущего года.

Расширение роли строительно-финансовых компаний на российском рынке ГЧП — один из важнейших современных трендов, который, по нашему мнению, имеет огромный потенциал для дальнейшего развития. К числу ведущих игроков этого рынка можно отнести ГК «ВИС» (A(RU)), общая стоимость реализуемых проектов превышает 220 млрд руб.), а также ГК «Автобан» (A-(RU)), общая стоимость реализуемых проектов превышает

¹ Учитывались проекты, использующие, по данным платформы «РОСИНФРА», кредитное финансирование, за исключением проектов в коммунально-энергетической сфере.

299 млрд руб.). По оценкам АКРА, потенциал для размещения (особенно по мере ввода объектов проектного финансирования в эксплуатацию) облигаций проектного финансирования у данных контрагентов составляет 237 млрд руб. Несмотря на то, что это составляет всего лишь 2,7% от совокупного объема рынка корпоративных облигаций РФ, но даже такой объем потенциальных размещений позволит увеличить объем обращающихся на Московской бирже облигаций проектного финансирования на 135%. При этом, часть размещений в объеме порядка 200 млрд руб. потенциально может прийти на низкорисковые инструменты с уровнем кредитного рейтинга не ниже A(RU) в случае высокого качества структурирования сделок.

Таким образом, у частных партнеров появится возможность удешевить стоимость заемного финансирования в рамках реализуемых проектов. Для рынка подобная практика будет означать появление долгосрочных высоконадежных инструментов с разумным уровнем доходности, что будет полезно, к примеру, вкладчикам, столкнувшимся в условиях кризиса с резким снижением ставок по банковским вкладам.

Основные тенденции развития мирового рынка проектного финансирования

Одним из важнейших трендов инфраструктурных инвестиций сейчас является **активное вложение средств в объекты, обеспечивающие устойчивое развитие**, что, в первую очередь, касается электроэнергетики. Так, по данным ЮНКТАД, за последние десять лет в мире стабильно росли инвестиции в возобновляемую энергетику (ВИЭ), на которые в 2019 году пришлось более 50% от общего объема финансирования инвестиционных проектов в мире. В развитых странах этот рубеж был достигнут еще в 2015 году. В развивающихся странах доля инвестиций в проекты ВИЭ также возросла и в 2019 году достигла 44% от общего объема инвестиций в проектное финансирование (в сравнении с 20% в 2010 году). Это может быть связано с тем, что в последние годы строить объекты ВИЭ стало дешевле. По оценкам экспертов, средняя

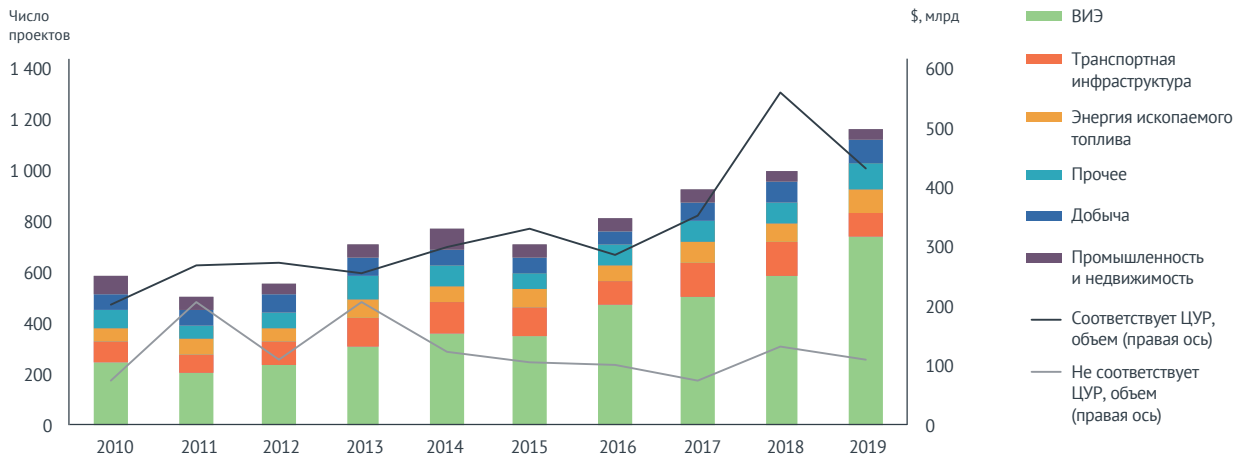
На сегодняшний день одной из самых распространенных форм облигаций проектного финансирования являются концессионные облигации. По данным Московской биржи, на 01.09.2020 тринадцать эмитентов осуществили размещение 38 выпусков на общую сумму 114 млрд руб. Несмотря на то, что в настоящий момент доля концессионных облигаций на российском рынке ценных бумаг составляет лишь около 1%, мы считаем, данный инструмент явился хорошим стартом для развития индустрии в целом.

Публичными партнерами (ПП) по проектам ГЧП выступают органы публичной власти различного уровня (федеральные, региональные и муниципальные органы власти). Их совокупные инвестиции в реализацию проектов ГЧП в 2019 году составили 1,7 трлн руб., при этом не менее трети из них пришлось на Москву. **В настоящее время потребности регионов в финансировании инфраструктурных проектов, как и соответствующие расходы, достаточно велики. По нашему мнению, более активная роль субъектов РФ на рынке облигаций проектного финансирования может открыть дополнительные возможности для привлечения инвестиций в инфраструктуру и проекты ГЧП.**

стоимость проектов в секторе ВИЭ за последние десять лет снизилась более чем на 30%. Так, согласно данным Международного агентства по возобновляемым источникам энергии (МАВИЭ), за период с 2010 по 2019 г. цены на солнечные батареи упали примерно на 80%, на ветряные турбины – на 30–40%.

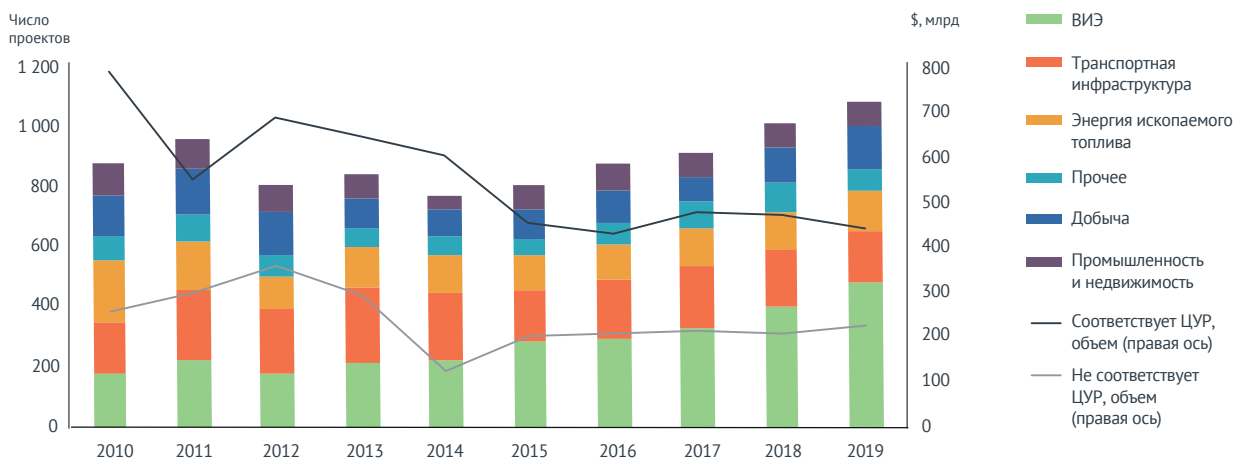
Стоит отметить, что существенное влияние на развитие рынка проектного финансирования в развивающихся экономиках оказывают инвестиции в проекты по развитию транспортной инфраструктуры. За анализируемый период (с 2010 по 2019 годы) они в среднем составляли более 20% в общем объеме инвестиций в проектное финансирование (наибольшая концентрация, около 30%, пришлась на период с 2013 по 2014 год, что отчасти обусловлено запуском китайской инициативы «Один пояс – один путь».

Рисунок 1
СТРУКТУРА РЫНКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ С РАЗБИВКОЙ ПО СЕКТОРАМ, 2010-2019 ГОДЫ



Источник: UNCTAD, Refinitiv SA

Рисунок 2
СТРУКТУРА РЫНКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ И СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ С РАЗБИВКОЙ ПО СЕКТОРАМ, 2010-2019 ГОДЫ

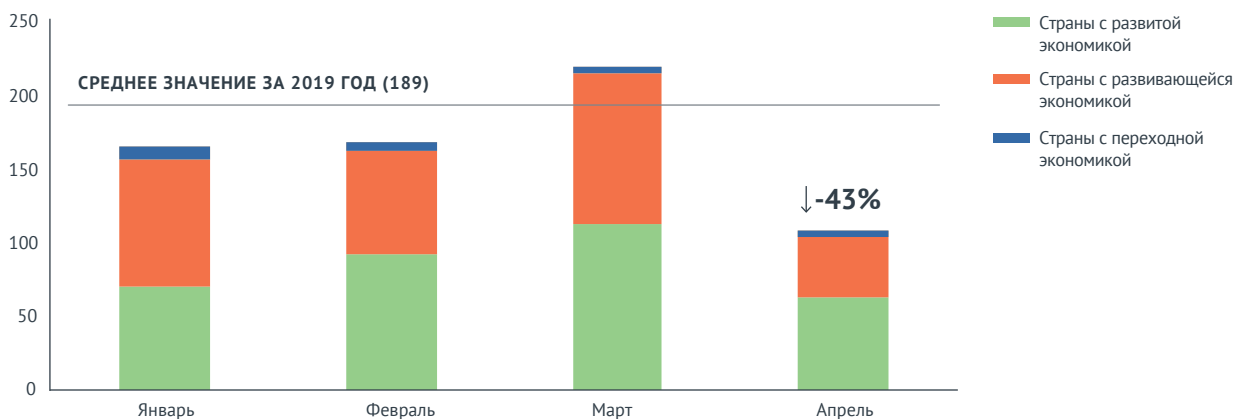


Источник: UNCTAD, Refinitiv SA

Безусловно, мировой кризис 2020 года, вызванный пандемией COVID-19, не обошел стороной рынок проектного финансирования. **Многие из ранее анонсированных проектов были отложены или приостановлены, а некоторые и вовсе отменены.** Одним из первых признаков кризиса в проектом финансировании стало сокращение числа новых проектов. Так, в апреле 2020 года число новых проектов на мировом рынке проектного финансирования снизилось более чем на 50% по сравнению с мартом и более чем на 40% по отношению к среднемесячному показателю 2019 года. Сокращение числа новых проектов обусловлено главным образом

стагнацией в странах с развивающейся экономикой (см. *рис. 2*). Количество проектов в области транспортной инфраструктуры за аналогичный период сократилось почти на 70% по сравнению со среднемесячным показателем 2019 года, а в секторе ископаемого топлива произошло снижение на 80%. Наибольшую устойчивость в условиях кризиса продемонстрировали проекты в области ВИЭ – снижение составило 26%. Это связано с тем, что ключевые игроки на этом рынке остаются верны своей долгосрочной стратегии низкоуглеродного развития.

Рисунок 3
ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ, СРЕДНЕМЕСЯЧНОЕ ЧИСЛО ПРОЕКТОВ, В ЕДИНИЦАХ, ЯНВАРЬ – АПРЕЛЬ 2020 ГОДА



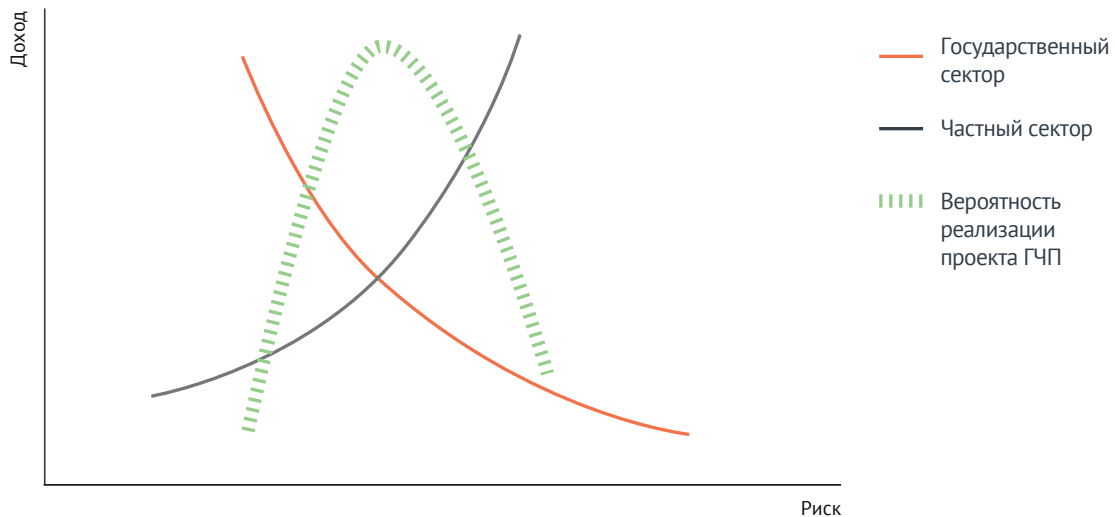
Источник: UNCTAD, Refinitiv SA

Если отвлечься от проблем с COVID-19 и обратить внимание на более ранние тренды развития рынка ПФТ, то можно отметить, что он начал стремительно расти еще раньше (15–20 лет тому назад), что также может быть связано с активными инвестициями в инфраструктуру: в 1999–2018 годах наблюдался более чем двукратный рост объема и количества реализованных сделок. Вместе с тем, согласно данным Global Infrastructure Hub, **рынок сохраняет существенный потенциал для развития даже в условиях кризиса**: несмотря на колоссальный объем осуществленных вложений (2,7 трлн долл. США в 2019 году), потребности в инфраструктурных инвестициях сохраняются. Кроме того, опыт многих стран свидетельствует о положительном эффекте от увеличения расходов на финансирование инфраструктурных проектов на показатели ВВП.

По мнению подавляющего большинства международных и российских экспертов, проектное финансирование на принципах ГЧП является одним из наиболее удобных и привлекательных инструментов для эффективной реализации инфраструктурных проектов. К преимуществам таких сделок специалисты относят:

- наличие как инвестиционной, так и эксплуатационной фаз проекта, что расширяет возможности привлечения финансирующих организаций с разными горизонтами инвестирования;
- применение прямых финансовых и гарантийных инструментов поддержки проектов со стороны государства, что обеспечивает их «банкабельность» (к примеру, капитальный грант, плата за доступность, гарантия по долгу, МГД);
- возможность распределения рисков между участниками на ранней стадии проекта.

Рисунок 5
ВЕРОЯТНОСТЬ УСПЕШНОЙ РЕАЛИЗАЦИИ ГЧП-ПРОЕКТА В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ РИСКОВ МЕЖДУ ЕГО УЧАСТНИКАМИ



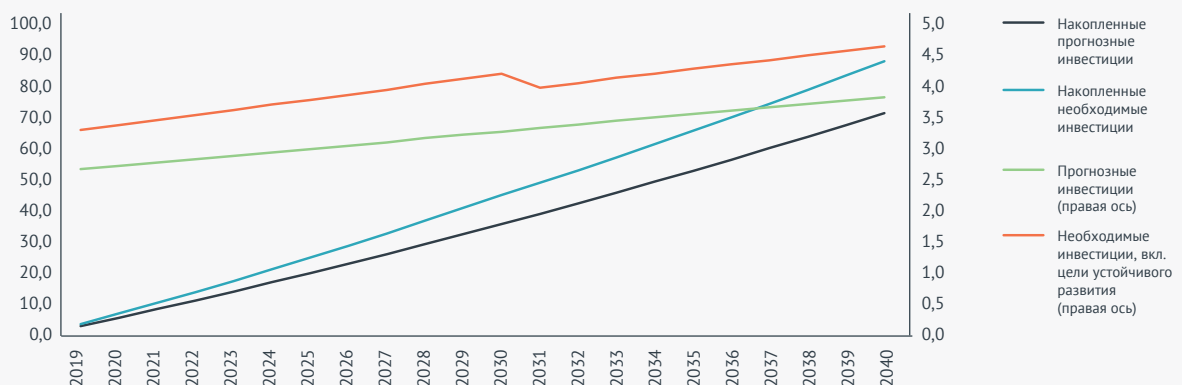
Источник: Национальный Центр ГЧП

Глобальная потребность в инвестициях в инфраструктуру

По оценке Всемирного экономического форума, реальная потребность в инвестициях в инфраструктуру в мире к 2040 году составит 97 трлн долл. США, однако объем мировых инвестиций, согласно прогнозам, достигнет лишь 79 трлн долл. США. Таким образом, для восполнения образовавшегося дефицита в 18 трлн долл. США среднегодовой объем мировых инвестиций в инфраструктуру должен расти на 23% в год. Наиболее востребованы инвестиции в сегментах дорожного строительства и электроэнергетики. По данным Всемирного банка и Global Infrastructure Hub, глобальный дефицит средств, направляемых на развитие инфраструктуры, в 2021–2040 годах составит 13 трлн долл. США, из которых около 625 млрд долл. США приходится на Россию. За один только 2020 год мировая нехватка инвестиций в инфраструктуру превысит 500 млрд долл. США.

Одной из основных тенденций в реализации современных инфраструктурных проектов, в том числе на принципах ГЧП, является обеспечение качественного и устойчивого развития. Совокупный объем инвестиций, необходимых для достижения ЦУР, оценивается в 3,5 трлн долл. США до 2040 года. Тем не менее, по данным ЮНКТАД, за последние пять лет общий объем проектного финансирования в секторах, связанных с ЦУР, даже в развивающихся странах составил в среднем 418 млрд долл. США в год, что на 32% меньше, чем за период с 2010 по 2014 год.

Рисунок 4
ТЕКУЩИЕ И НЕОБХОДИМЫЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В МИРЕ

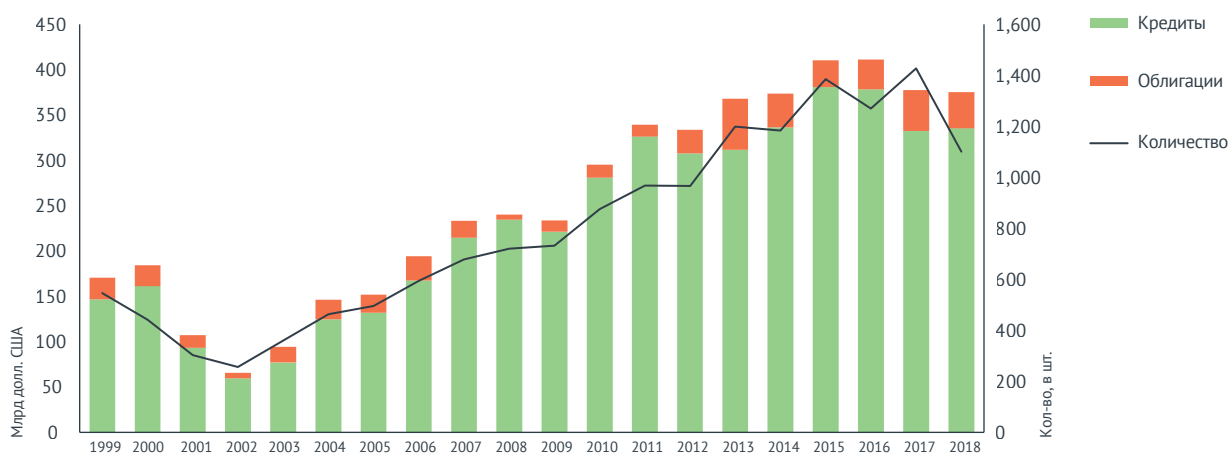


Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных Global Infrastructure Hub

Вместе с тем, анализируя исторические данные, также можно заметить, что основными кредиторами сделок проектного финансирования в мире до кризиса 2008 года были коммерческие банки, финансировавшие проекты в течение всего срока их жизни (как на инвестиционной стадии, так и на операционной). Облигации проектного финансирования

размещались на рынке, но не считались значимым источником финансирования. Это обусловлено тем, что участники рынков капитала и институциональные инвесторы видели повышенные риски, связанные со стадией строительства, и, как следствие, неактивно вкладывали средства в реализацию инфраструктурных проектов.

Рисунок 6
ОБЪЕМ МИРОВОГО РЫНКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ



Источник: рассчитано Moody's на основе данных Dealogic

Тем не менее в последние годы наблюдается тенденция к незначительному сокращению доли банковского финансирования проектно-финансовых транзакций (ПФТ). По мнению экспертов, это может быть обусловлено несколькими обстоятельствами.

Во-первых, были проведены регуляторные реформы в банковской сфере, повлекшие за собой изменение требований к капиталу и ликвидности — в частности, **появилось требование по расчету показателя чистого стабильного финансирования (NSFR – Net Stable Funding Ratio)** в рамках Базель III. В этой связи коммерческие банки стали менять политику по управлению рисками (в частности, кредиты сроком от 15 лет и более стали менее предпочтительными для банков) и предъявлять более жесткие требования к проектам, что зачастую влечет за собой удорожание кредитов. Это вынуждает организаторов сделок искать дополнительные источники фондирования на рынках капитала. Банки же при структурировании сделок, негативно влияющих

на финансовые метрики, иногда пытаются встраивать специальные инструменты, стимулирующие ускоренную амортизацию задолженности заемщиками (в том числе через механизм cash sweep). Также в график погашения задолженности могут включаться баллонные платежи (когда существенная часть кредита одновременно возмещается в конце срока погашения, например, 50% суммы основного долга, вместо равномерной амортизации в течение дополнительных нескольких лет). Стоит отметить, что такой инструмент создает для банков дополнительные риски рефинансирования — когда кредитор вынужден сам реструктурировать кредит, так как актив не удалось рефинансировать. Поэтому применять его нужно крайне осторожно (в России чаще всего встречается в сделках M&A и проектах по финансированию строительства объектов недвижимости).

Во-вторых, Европейской службой по надзору в сфере страхования и негосударственного пенсионного обеспечения (EIOPA)

с 1 января 2016 г. **был внесен ряд поправок к директиве Solvency II, изменяющих существовавшие стандарты оценки рисков и определения достаточности капитала и повышающих привлекательность инфраструктурных инвестиций** для соответствующего типа институциональных инвесторов. Регуляторные послабления распространяются только на те инвестиции, которые соответствуют целому ряду критериев, обеспечивающих высокую степень защиты кредитного качества активов для инвесторов (например, долговые обязательства должны быть выпущены проектной компанией, имеющей право владеть, финансировать, развивать или эксплуатировать инфраструктурные активы, основным источником возвратности по которым является денежный поток, генерируемый за счет финансируемых инфраструктурных активов²).

В-третьих, **рост популярности среди участников рынка инструментов в области финансирования проектов в сегменте устойчивого развития.** Здесь применение инструментов проектного финансирования является особенно актуальным и востребованным. Для целей финансирования проектов устойчивого развития национальными банками развития и другими институтами выпускаются так называемые «зеленые» облигации. При этом, значительная часть «зеленых» инвестиций вкладывается в проекты в сфере ВИЭ и энергосбережения. Так, согласно данным UniCredit, с 2015 по 2019 год объем эмиссии инфраструктурных «зеленых» облигаций в мире составил

около 930 млрд долл. США, и с каждым годом этот показатель растет. По итогам 2019 года их объем достиг около 260 млрд долл. США. Кроме того, в прошлом году существенно увеличилась эмиссия облигаций, направленных на финансирование ЦУР (42 млрд долл. США по сравнению с 16 млрд долл. США годом ранее). Объем эмиссии социальных облигаций в 2019 году составил 18 млрд долл. США по сравнению с 14 млрд долл. США в 2018 году.

В-четвертых, **усиление конкуренции за ресурсы привело к усложнению структуры ПФТ и объемов финансирования.** На сегодняшний день участники финансового рынка – правительства, частный сектор, а также институциональные инвесторы в странах с развитыми рынками проектного финансирования – предпочитают распределять между собой бремя финансирования крупномасштабных проектов. Таким образом, такие проекты в настоящее время финансируются с использованием более сложных структур ПФТ в целях консолидации всех имеющихся в распоряжении инвесторов ресурсов. В последние годы организаторы ПФТ научились комбинировать различные источники финансирования, создавая все более сложные финансовые инструменты, одновременно концентрирующих на одной площадке целый пул инвесторов – коммерческие банки, инвесторы рынка капитала, экспортно-кредитные агентства, финансовые институты развития, исламские банки, а также всевозможные фонды.

² Объекты систем и сетей, с помощью которых предоставляются или поддерживаются базовые государственные услуги.

Мировая практика альтернативных инвестиций в инфраструктуру

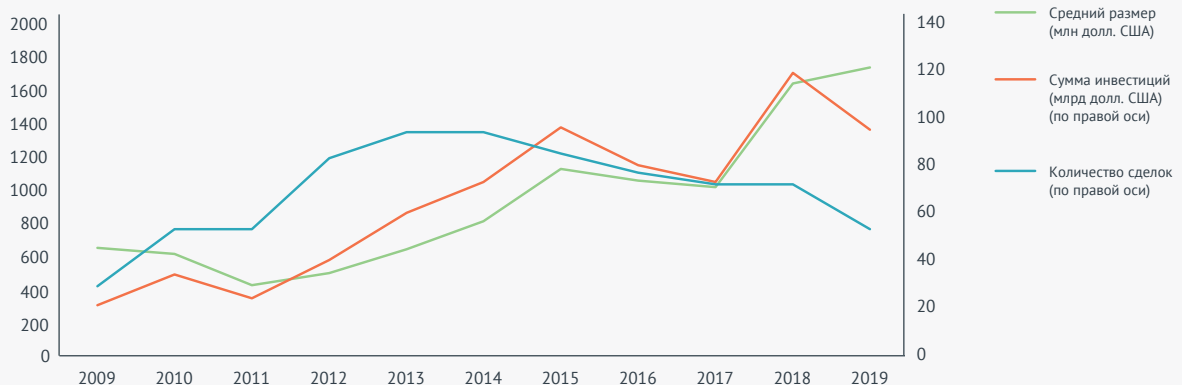
Согласно данным Infrastructure Journal and Project Finance Magazine, в 2018 году закрытие провели 73 инфраструктурных фонда, не котирующихся на бирже, объем закрытий составил 120 млрд долл. США. Менее половины (35%) совокупного объема инвестиций пришлось на пять крупнейших фондов, средняя капитализация закрывшегося фонда в 2018 году составила 1,66 млрд долл. США. В 2019 году объем закрытий сократился до 95,4 млрд долл. США (на 20% меньше, чем в 2018 году). Количество фондов также сократилось по сравнению с предыдущим годом на 26% до 54 штук. На долю пяти крупнейших фондов с наибольшей концентрацией пришлось 55% совокупных инвестиций.

Несмотря на снижение количества фондов и общего объема финансирования за последний год (см. рис. 7–8), средний размер фонда в 2019 году увеличился почти на 5% в сравнении с предыдущим годом. Рост обусловлен в том числе тем, что ряд фондов финансировали более крупные сделки (данный показатель демонстрировал уверенный рост на протяжении практически всего анализируемого периода (2009–2019 годы).

В течение последних четырех лет фонды показывают в целом стабильную динамику. При этом в 2018 году наблюдался заметный рост (объем закрытий составил 120 млрд долл. США) после незначительного снижения в 2017 году (объем закрытий – 74 млрд долл. США).

Рисунок 7

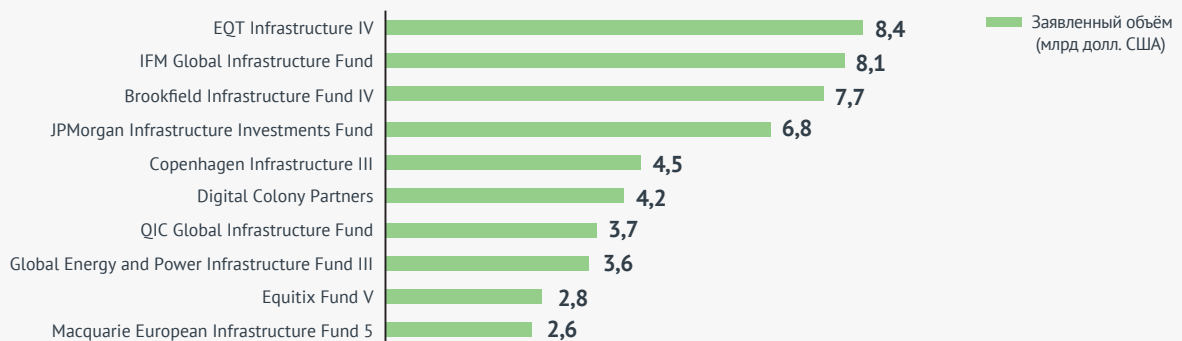
ОБЪЕМЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЧЕРЕЗ НЕКОТИРУЕМЫЕ ФОНДЫ, МЛН ДОЛЛ. США



Источник: составлено АКРА на основе данных IJ Global

Рисунок 8

ТОП-10 НЕКОТИРУЕМЫХ ФОНДОВ, МЛРД ДОЛЛ. США



Источник: составлено АКРА на основе данных IJ Global

Рейтинговый анализ проектно-финансовой транзакции. Независимая оценка

Усложнение структур ПФТ на финансовом рынке и расширение отраслевой диверсификации ПФТ требуют нахождения общего знаменателя при оценке кредитного качества проектов. Сложившиеся условия диктуют необходимость проведения качественной и независимой оценки проектов, а также полного анализа рисков с последующим постоянным мониторингом сделок. В этой связи важнейшую роль играют рейтинговые агентства. С одной стороны, они являются центрами экспертизы, способными работать со сделками любой сложности и оцифровывать риски в виде величины ожидаемых потерь инвестора, соответствующей определенной рейтинговой категории. С другой – они могут проводить независимый анализ (целью которого является расчет объективного уровня кредитного рейтинга сделок) **подкрепленный экономическими, статистическими и математическими моделями, а также способны осуществлять регулярный мониторинг сделок, постоянно контролируя изменение их кредитного качества**

как эмитентов, так и эмиссий. По сути, рейтинговые агентства служат платформой, объединяющей инициаторов проектов и инвесторов, а также создают открытое информационное поле, в рамках которого результаты анализа становятся общедоступными для всех участников рынка: публичных и частных партнеров, инвесторов, а также представителей суверенных органов власти, которые могут использовать эти результаты для планирования бюджета.

Одним из продвинутых методов рейтингования ПФТ во всем мире считается подход на базе расчета величины ожидаемых потерь инвестора, так как он позволяет учитывать возможность получения возмещения в случае дефолта ПФТ, что значительно улучшает кредитное качество активов и повышает точность рейтинговых оценок и их стабильность во времени (подробнее см. *прил. 1*). АКРА в рамках рейтингового процесса также использует данный подход, особенности которого более подробно описаны ниже.

АКРА в течение последних нескольких лет разрабатывало собственную методологию присвоения кредитных рейтингов эмитентам, инструментам и обязательствам проектного финансирования, сочетающую в себе лучшие мировые практики и специфику российского рынка. **В 2019 году агентством была разработана «Методология присвоения кредитных рейтингов эмитентам, инструментам и обязательствам проектного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации»** (далее – Методология), отличительной чертой которой является возможность присвоения кредитных рейтингов сделкам на основе расчета величины ожидаемых потерь, представляющей собой функцию произведения двух переменных: вероятности дефолта и величины потерь в случае дефолта.

$$EL = PD \times LGD, \text{ где} \quad (1)$$

EL (expected loss) – ожидаемые потери инвесторов в рамках ПФТ;

PD (probability of default) – вероятность дефолта проекта, рассчитанная в соответствии с методологией АКРА;

LGD (loss given default) – величина потерь в случае дефолта, рассчитанная как $LGD = 1 - RR$ (2); где *RR (recovery rate)* – уровень потенциального возмещения в случае дефолта ПФТ.

В самом консервативном сценарии LGD составляет 100%. **Это означает, что в случае дефолта ПФТ инвесторы полностью потеряют вложенные в проект средства (рейтинг будет также присвоен на основании оценки EL с учетом того, что RR равен нулю).** Однако в подавляющем большинстве ПФТ LGD существенно ниже 100%, так как инвесторы могут реализовать обеспечение, что идет в расчет величины потенциального уровня возмещения. Особо стоит отметить, что **даже если проект будет полностью обеспечен гарантиями контрагента с рейтингом AAA(RU), АКРА, тем не менее, будет производить оценку вероятности дефолта (как и в рамках стандартного рейтингового процесса Агентства).**

Таким образом, при структурировании ПФТ, помимо факторов, влияющих на расчет вероятности дефолта, также нужно стараться применить весь набор возможных инструментов, который, по мнению АКРА, может иметь позитивное влияние на размер величины RR, а значит и на кредитный итоговый рейтинг ПФТ, а именно:

- ❑ запрет для эмитента участвовать в новых проектах, так как это позволяет минимизировать риск вывода активов из проекта, а также ограничивает возможность изменения профиля рисков;
- ❑ запрет выплаты дивидендов акционерам в случае «пробития» контрольных ковенантов позволяет сохранить денежный поток внутри бизнеса, тем самым поддерживая перспективы восстановления после дефолта;
- ❑ наличие пакета обеспечения в случае дефолта ПФТ — кредиторы получают контроль над всем заложенным имуществом, включая договорные права и интеллектуальную собственность, принадлежащие проектной компании;
- ❑ наличие компенсаторных инструментов в виде залогов, предоставляемых участниками проекта для уменьшения потерь по контрактам с субподрядчиками;
- ❑ более длительный срок эксплуатации производственных активов проекта в сравнении со сроком жизни финансового инструмента.

Мы считаем, что **классические сделки проектного финансирования, соответствующие самым высоким стандартам лучших практик стран** с развитыми рынками проектного финансирования, должны обладать следующими качествами.

Во-первых, сделки проектного финансирования **должны реализовываться на балансе отдельной проектной компании специального назначения** (*special purpose vehicle, SPV*) с ограниченным риском банкротства и правом осуществлять единственный вид деятельности — реализацию сделок проектного финансирования.

- ❑ Наличие такой компании в структуре ПФТ позволяет обособить активы

проекта от имущества его бенефициаров, а также минимизировать риск обращения взыскания на активы, принадлежащие SPV, со стороны третьих лиц. В соответствии с требованиями Федерального закона от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», предусмотрено два типа SPV: специализированные финансовые общества (СФО) и СОПФ.

- ❑ Как правило, такие общества создаются для выпуска облигаций, в качестве залога по которым выступают денежные требования, в том числе возникающие в будущем.
- ❑ С точки зрения рейтингового анализа обособление денежного потока ПФТ с помощью SPV крайне важно, поскольку оно позволяет аналитикам сделать допущение о том, что кредитный рейтинг ПФТ не ограничен кредитным качеством его инициаторов, в чем заинтересованы как инициаторы сделки, так и инвесторы.

Во-вторых, важной чертой сделок проектного финансирования является **возможность кредиторов вмешиваться в ход реализации проекта** при существенном ухудшении его показателей, что может смягчить экономические потери в случае дефолта ПФТ. Из этого вытекает одно из фундаментальных **различий между ПФТ и эмиссиями корпоративных облигаций — наличие у первых существенных ограничений, накладываемых проектной документацией на деловую и инвестиционную активность в рамках проекта**. Как правило, в ПФТ налагается полный или частичный запрет на дополнительное привлечение заемных средств и распределение денежных поступлений в рамках проекта между акционерами / спонсорами. В структурах ПФТ, как правило, предусматриваются ковенанты:

- ❑ нацеленные на поддержание на определенном уровне резервов и ряда финансовых показателей проекта (например, коэффициента покрытия части основного долга и процентов, DSCR);
- ❑ накладывающие существенные ограничения на продажу и покупку активов,

изменение контроля (change of control), предоставление залогов, а также на сделки с аффилированными лицами.

В-третьих, **единственным источником погашения долговых обязательств в рамках ПФТ является денежный поток, генерируемый в рамках реализуемого проекта, и резервы ликвидности, предусмотренные структурой ПФТ.**

После завершения строительной стадии и ввода в эксплуатацию проект, как правило, начинает генерировать денежный поток. Важно, что в отличие от корпоративного финансирования в сделках проектного финансирования источником погашения долговых обязательств перед держателями облигаций являются исключительно доходы от реализации проекта, **при этом инициаторы проекта не обязаны оказывать проекту финансовую поддержку** в случае возникновения разрывов ликвидности при реализации стрессовых сценариев. В связи с этим прогнозируемость и стабильность денежного потока, генерируемого в рамках проекта, имеет исключительное значение для ПФТ и является одним из самых важных параметров в рейтинговой модели АКРА.

В-четвертых, в классическом проектном финансировании **все ключевые риски распределяются между участниками проекта, что позволяет эффективно им управлять, а их кредитное качество, опыт и надежность учитываются в рейтинговой модели АКРА.**

Распределение рисков – базовый принцип проектного финансирования, ведь перед инициаторами проекта стоит масштабная задача: построить и ввести в эксплуатацию объект проектного финансирования, последующее использование которого будет генерировать стабильный денежный поток в течение всей жизни проекта. Важно, что **в течение всего этого времени АКРА будет проводить регулярный мониторинг** реализации проекта и информировать инвесторов и участников рынка о кредитном качестве актива. Очевидно, что в условиях цикличности рыночной экономики проект столкнется с шоками и кризисными явлениями, возможно, не единожды. Важно, чтобы **все ключевые участники ПФТ**

характеризовались устойчивым положением, были надежными (как с точки зрения собственного кредитного качества, так и с точки зрения контрактных условий), а также обладали достаточным и релевантным опытом, чтобы быть способными выполнять возложенные на них задачи и, как следствие, управлять рисками (завершения строительства, кредитным риском контрагентов, операционным, ценовым и инфляционным рисками, рисками форс-мажора и т. д.), каждый из которых, как правило, передается субъекту, способному управлять им наиболее эффективно.

Этап 1 (строительная стадия): в ряде ПФТ для минимизации строительных рисков прибегают к услугам **генерального подрядчика**, с которым **заключается контракт полного цикла с фиксированными ценами и сроками**, предусматривающий полную ответственность за проектирование, поставки, строительство, пусконаладку и ввод объекта проектного финансирования в эксплуатацию.

Если же задачи в рамках проекта распределены между различными субподрядчиками, АКРА оценивает условия заключенных с ними договоров на предмет согласованности их действий в рамках проекта, распределения ответственности за некачественное исполнение своих обязательств, размера санкций в случае их неисполнения или ненадлежащего исполнения, а также на предмет наличия опыта и кредитного качества этих контрагентов. **Слаженная работа субподрядчиков крайне важна для всего проекта, поскольку ошибки даже одного из них и срыв сроков могут привести к серьезным последствиям:** в случае несвоевременного ввода объекта в эксплуатацию средства для обслуживания долговых обязательств перед инвесторами будут отсутствовать (если структура ПФТ не предусматривает наличия специальных резервов ликвидности, которые могут минимизировать риски разрывов ликвидности и оказать позитивное влияние на кредитное качество ПФТ).

Этап 2 (операционная стадия): после ввода объекта проектного финансирования в эксплуатацию значительный объем рисков становится неактуальным, **а на первый план выходит** выполнение стратегически важных

задач, таких как осуществление **грамотного операционного управления проектом и получение выручки**, в связи с чем возникает необходимость применять механизмы управления риском недостатка платежеспособного спроса.

- Договор о продаже/покупке продукции, услуг или мощности, реализуемых, поставляемых или гарантируемых после ввода объекта проектного финансирования в эксплуатацию (при этом итоговый рейтинг ПФТ может ограничиваться кредитной оценкой покупателя по данному договору), позволяет реализовывать продукцию, услуги или производственные мощности в рамках проекта (например, в рамках договора о поставке мощности в возобновляемой энергетике).
- В ПФТ, организованных согласно принципам ГЧП, для устранения рисков спроса обычно заключается контракт с публичным партнером, в той или иной степени гарантирующий стабильность

денежного потока, генерируемого проектом на операционной стадии.

В-пятых, соглашение об эксплуатации и техническом обслуживании (O&M) устанавливающее условия предоставления услуг подрядчиками и субподрядчиками, принимающими на себя риски, связанные с операционным обслуживанием (оператор), в течение операционного периода. Позитивное влияние на кредитный рейтинг ПФТ может оказать наличие договора с «резервной» компанией, готовой принять на себя обязанности оператора в полном объеме за короткий срок без ущерба для проекта.

Наконец, различные финансовые соглашения (договоры страхования, соглашения о хеджировании, банковские гарантии и иные контракты), как правило, позволяют SPV передать полностью или частично разнообразные риски иным контрагентам ПФТ (банкам, страховым компаниям и т. д.), обладающим надежным кредитным качеством.

Применение инструмента минимального гарантированного дохода в России

Минимальный гарантированный доход (МГД) – один из наиболее распространенных видов инструментов поддержки частных партнеров. Согласно данным платформы «РОСИНФРА», по состоянию на сентябрь 2020 года он был использован в 1112 проектах общей стоимостью 1,15 трлн руб., находящихся на прединвестиционной, инвестиционной или эксплуатационной стадии. Это составляет примерно треть от общего числа проектов, реализуемых в России с использованием механизмов ГЧП.

Наиболее активно МГД применяется в капиталоемких проектах по созданию транспортной инфраструктуры. Несмотря на то, что таких проектов всего 20, их общая стоимость превышает 880 млрд руб. (76% от общего объема проектов с применением МГД в денежном выражении). Однако при этом около 95% проектов от общего количества сделок с применением МГД реализуется в коммунально-энергетической сфере.

Три крупнейших проекта по капиталоемкости, в которых применяется МГД:

- ❑ «Северный широтный ход» (ЯНАО);
- ❑ «Железнодорожная линия Курагино – Кызыл – Элегест» (Красноярский край, Республика Тыва);
- ❑ «Западный скоростной диаметр» (Санкт-Петербург).

На рисунке 9 представлен расширенный перечень крупнейших ГЧП-проектов в России, при структурировании которых был применен инструмент МГД.

Рисунок 9

КРУПНЕЙШИЕ РОССИЙСКИЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ГЧП-ПРОЕКТЫ, В КОТОРЫХ ИСПОЛЬЗУЕТСЯ ИНСТРУМЕНТ МГД



Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных платформы «РОСИНФРА»

Пандемия COVID-19 повлияла на реализацию инфраструктурных проектов во многих отраслях, ориентированных на потребительский спрос и включающих МГД – в первую очередь, на транспортную и коммунально-энергетическую инфраструктуру, медицину и образование. Несмотря на кризис, сегодня не отмечается случаев дефолтов, а условия соглашений пересматриваются сторонами в досудебном порядке. В отдельных проектах, финансируемых с использованием концессионных облигаций, отмечалось увеличение эмитентами купонного периода, однако данные случаи не являются массовыми.

Публичный партнер в сделках проектного финансирования

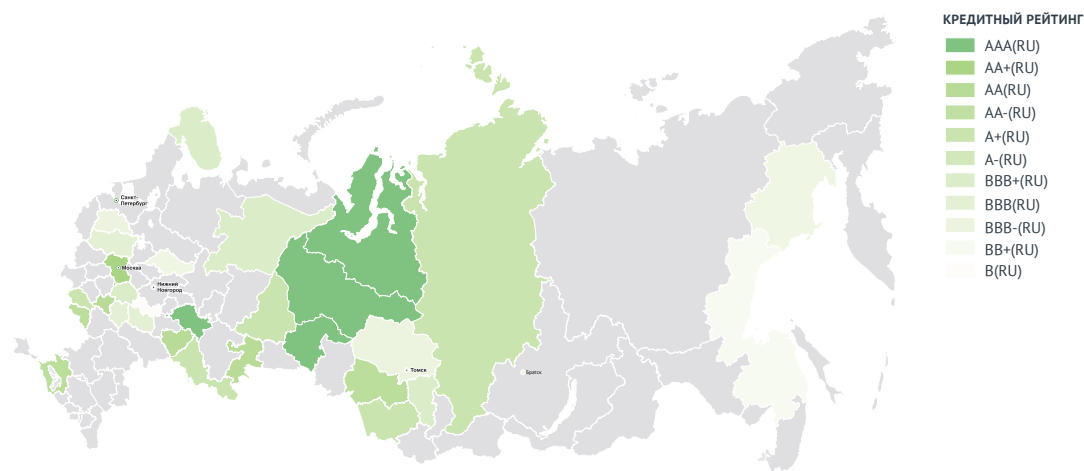
Согласно Методологии, влияние ПП на кредитный рейтинг ПФТ оценивается в разрезе приведенных ниже компонентов.

- **Объем и виды рисков**, принимаемые на себя ПП исключительно на стадии строительства. Определяется в ходе анализа распределения строительных рисков между частным и государственным секторами.
- **Влияние ПП на уровни возмещения**. Данный подход позволяет работать с проектами, в которых ПП обязуется возместить только часть убытков в рамках ПФТ, а также с проектами, в которых ПП покрывает все потери по отдельным базовым факторам, отраженным в соответствующей транзакционной/проектной документации.
- **Кредитный рейтинг** (кредитная оценка ПП в случае отсутствия публичного рейтинга) используется АКРА в подавляющем большинстве транзакций проектного финансирования, поэтому на этапе их планирования и структурирования эксперты АКРА рекомендуют организаторам и эмитентам ПФТ обращать внимание на кредитный рейтинг АКРА, присвоенный публичному партнеру (если применимо).
- Несмотря на наличие ПП и возмож-

ности полного или частичного переноса рисков проектно-финансовой транзакции на ПП с учетом возможного распределения ответственности между публичным и частными партнерами в ПФТ, **АКРА проводит комплексный анализ всех элементов транзакции на основании транзакционной документации, а также доступной для проведения анализа внутренней и внешней информации**. Итоговый кредитный рейтинг определяется в соответствии с совокупной оценкой факторов Методологии.

- **Публичными партнерами в проектах ГЧП** выступают органы власти различного уровня: Российская Федерация, от имени которой может выступать правительство или уполномоченный им федеральный орган исполнительной власти, либо субъект федерации, либо муниципальное образование. Ряду субъектов и муниципалитетов были присвоены кредитные рейтинги АКРА (см. *рис. 10*).
- Помимо органов власти **в качестве ПП могут выступать и отдельные государственные корпорации**, в том числе, «Росатом» и ГК «Автодор», которым АКРА присвоены кредитные рейтинги на уровне **AAA(RU)** и **AA (RU)** соответственно.

Рисунок 10
КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ, ПРИСВОЕННЫЕ АКРА СУБЪЕКТАМ И МУНИЦИПАЛЬНЫМ ОБРАЗОВАНИЯМ РФ



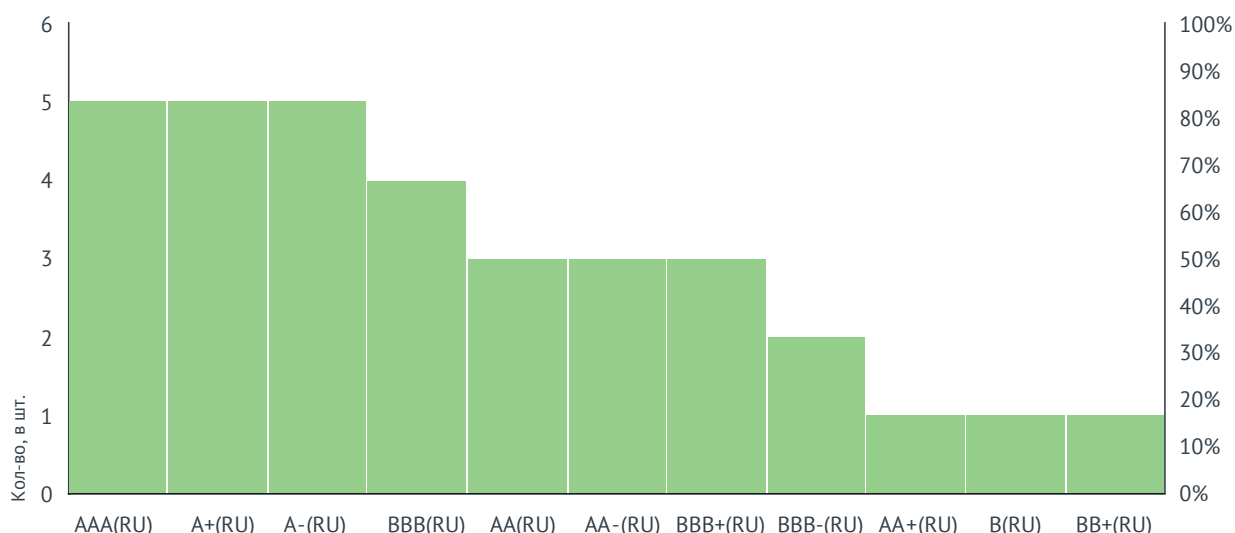
Источник: составлено АКРА на основе данных об осуществлении рейтинговых действий по состоянию на 19.09.2020 (см. *прил. 2*)

Почти 70% всех кредитных рейтингов, присвоенных АКРА субъектам РФ, распределены в диапазоне от A-(RU) до AAA(RU) (22 субъекта РФ), что в соответствии с логикой Методологии АКРА позволяет делать вывод о наличии существенного потенциала для привлечения инвестиций посредством заключения соглашений ГЧП/концессионных соглашений с частными партнерами для целей размещения облигаций проектного финансирования, обеспеченных денежными потоками от реализации проектов на принципах ГЧП на финансовом рынке (см. рис. 11).

Также АКРА полагает, что в настоящее время потребности регионов в финансировании инфраструктурных проектов и соответствующие расходы довольно существенны: совокупные капиталовложения в данные проекты в 2019 году составили не менее 1,7 трлн руб., из которых до трети приходится на г. Москва (AAA(RU)). Однако пока далеко не все субъекты федерации и муниципалитеты активно содействуют росту российского

рынка облигаций проектного финансирования, так как лишь немногие из них участвуют в таких размещениях в качестве публичной стороны. Тем не менее, небольшой рынок все же есть: например, вот эти регионы являются (были) публичными партнерами в тех проектах, где финансирование осуществляется (осуществлялось) через облигации проектного финансирования в инфраструктуре, а значит их кредитное качество в той или иной мере транслируется (транслировалось) на проект: г. Санкт-Петербург (AAA(RU))³, г. Москва (AAA(RU)), Ямало-Ненецкий автономный округ (AAA(RU)), Ульяновская область⁴, Якутия и т.д. Вместе с тем, по мнению АКРА, более активная роль субъектов РФ и муниципалитетов на рынке проектного финансирования позволила бы расширить спектр возможностей для привлечения инвестиций и повышения качества жизни общества. Все это также могло бы оказать позитивное влияние на развитие российского рынка проектного финансирования в целом.

Рисунок 11
ЧАСТОТА КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ, ПРИСВОЕННЫХ АКРА СУБЪЕКТАМ РФ И МУНИЦИПАЛЬНЫМ ОБРАЗОВАНИЯМ



Источник: составлено АКРА на основе данных об осуществлении рейтинговых действий по состоянию на 19.09.2020

³ АО «Западный скоростной диаметр (AA(RU))

⁴ АО «Волга-спорт» (BB+(RU))

Рисунок 12

РАСХОДЫ СУБЪЕКТОВ РФ НА ИНФРАСТРУКТУРУ ЗА 2019 ГОД, МЛРД РУБ.



Источник: Казначейство РФ, оценка АКРА

Частные партнеры, имеющие кредитный рейтинг АКРА

Согласно Методологии АКРА, кредитный рейтинг частного партнера и его опыт в реализации сопоставимых проектов могут иметь влияние на уровень кредитного рейтинга реализуемой ПФТ.

Среди рисков, которые может принять на себя частный партнер в рамках ПФТ можно в том числе назвать: риск превышения операционных или капитальных затрат, риски недофинансирования проекта, риски, связанные с невыполнением обязательств ключевыми подрядчиками в рамках проекта и т.д.. Компенсация рисков возможна за счет наличия в структуре сделки компенсаторных инструментов, предоставляемых частным партнером или иными контрагентами в рамках ПФТ (банки, подрядчики, страховые компании). При этом проекты могут быть структурированы таким образом, чтобы риск частного партнера перераспределялся между контрагентами (генеральным подрядчиком (ГП) и субподрядчиками, выполняющими отдельные этапы работ).

Если кредитное качество ГП является одним из критически важных факторов, определяющих кредитное качество проекта, АКРА может посчитать целесообразным присвоение ГП кредитной оценки или рейтинга.

Как правило, уровень зависимости проекта от ГП считается высоким, если критическое ухудшение кредитного и операционного состояния ГП означает высокую вероятность невыполнения обязательств перед кредиторами в рамках проекта.

При анализе данного фактора АКРА может принять во внимание различные характеристики, включая:

- размер и региональную значимость ГП;
- уровень географической диверсификации ГП;
- уровень диверсификации по рыночным сегментам;
- стабильность и качество финансовых показателей ГП;
- готовность и мотивацию ГП довести до завершения проекты, находящиеся в состоянии стресса;
- предыдущий опыт завершения проектов со значительными проблемами;
- ежегодные расходы в рамках проекта по отношению к выручке/обороту ГП за 12 месяцев.

Контрагентов, готовых принять на себя риски по реализации крупных инфраструктурных проектов «под ключ» и обладающих при этом

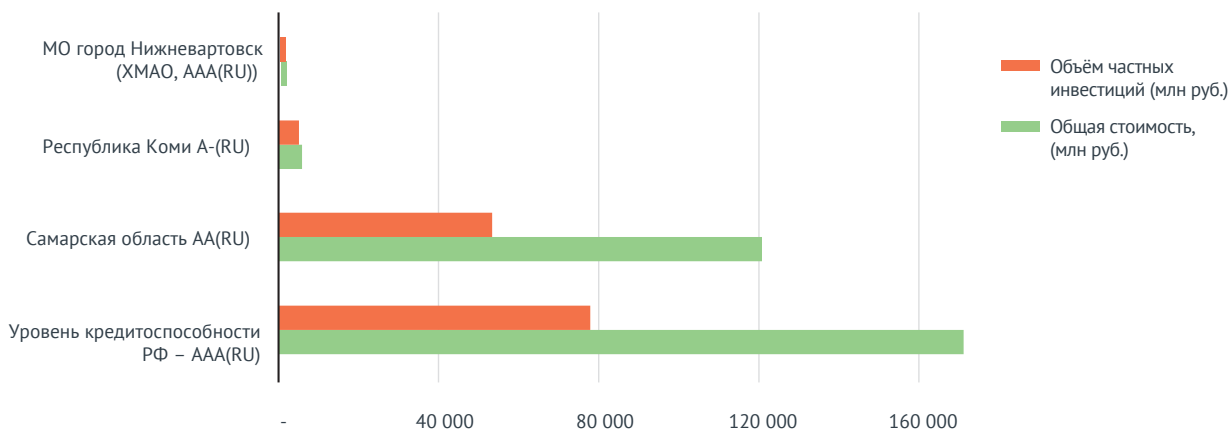
надежным кредитным качеством (что в рамках Методологии АКРА оценивается с помощью присвоенного данному контрагенту кредитного рейтинга), не так много. Рынок подобных услуг достаточно узок и сегментирован. К числу ведущих игроков этого рынка можно отнести ГК «ВИС» (A(RU)), общая стоимость реализуемых проектов превышает 220 млрд руб.), а также ГК «Автобан» (A-(RU)), общая стоимость реализуемых проектов превышает 299 млрд руб.).

У обоих контрагентов большинство проектов в настоящее время находятся на инвестиционной и прединвестиционной стадиях и не введены в эксплуатацию. При этом большинство соглашений по проектам заключены с контрагентами (ПП), имеющими высокие уровни кредитных рейтингов, присвоенных АКРА (см. рис. 13–16). Исходя из логики рейтинговой модели Агентства, опытный частный партнер, у которого есть контрактные отношения с высококачественным ПП, имеет возможности для выпуска ценных бумаг, обеспеченных поступлениями по исполняемым контрактам. Это создает существенный потенциал для данных частных партнеров удешевить стоимость заемного финансирования в рамках реализуемых проектов за счет активной работы на рынках капитала (эмиссия облигаций, обеспеченных денежными потоками от реализации

проекта), особенно, после успешного поэтапного завершения инвестиционной стадии в каждом из проектов. Для рынка подобная практика означала бы появление долгосрочных высоконадежных финансовых инструментов с разумным уровнем доходности (это в том числе было бы привлекательно для вкладчиков банков, столкнувшихся с резким снижением процентных ставок). По прогнозам АКРА, такие инструменты могут начать появляться уже в ближайшие несколько лет, а объем выпусков оценивается в 237 млрд руб. На самом деле, это составляет всего лишь 2,7% от совокупного объема рынка корпоративных облигаций РФ (также является подтверждением того, что российский рынок облигаций проектного финансирования находится на этапе зарождения и имеет огромный потенциал для роста) но даже данный объем потенциальных размещений позволит увеличить объем обращающихся на Московской бирже облигаций проектного финансирования на **135%**. По данным **Московской биржи**, по состоянию на 7 сентября 2020 г. в обращении находится 60 выпусков, 26 эмитентов совокупным объемом 175 млрд. руб. При этом, часть размещений в объеме порядка 200 млрд руб. потенциально может прийти на низкорисковые инструменты с уровнем кредитного рейтинга не ниже A(RU) в случае высокого качества структурирования сделок.

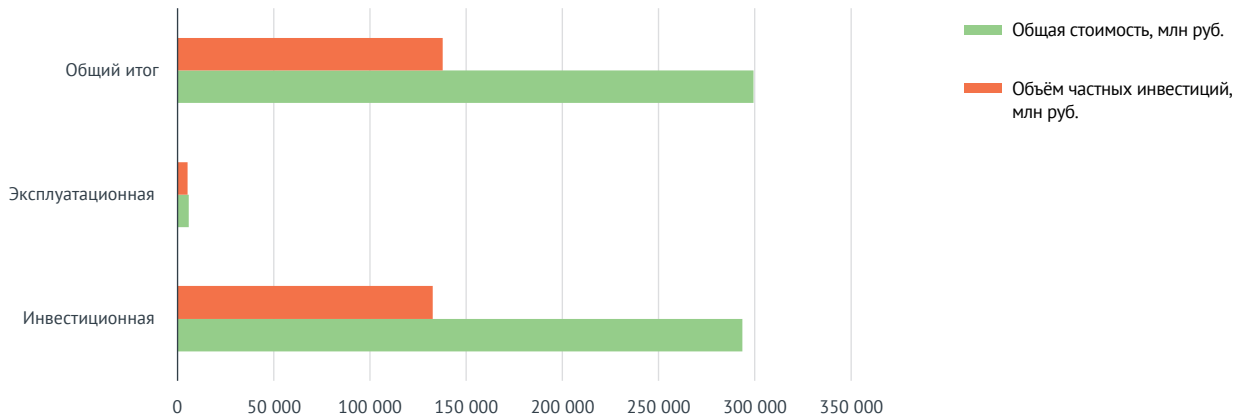
Рисунок 13

ГК «АВТОБАН», КОНЦЕНТРАЦИЯ ИНВЕСТИЦИЙ НА ПУБЛИЧНОМ ПАРТНЕРЕ



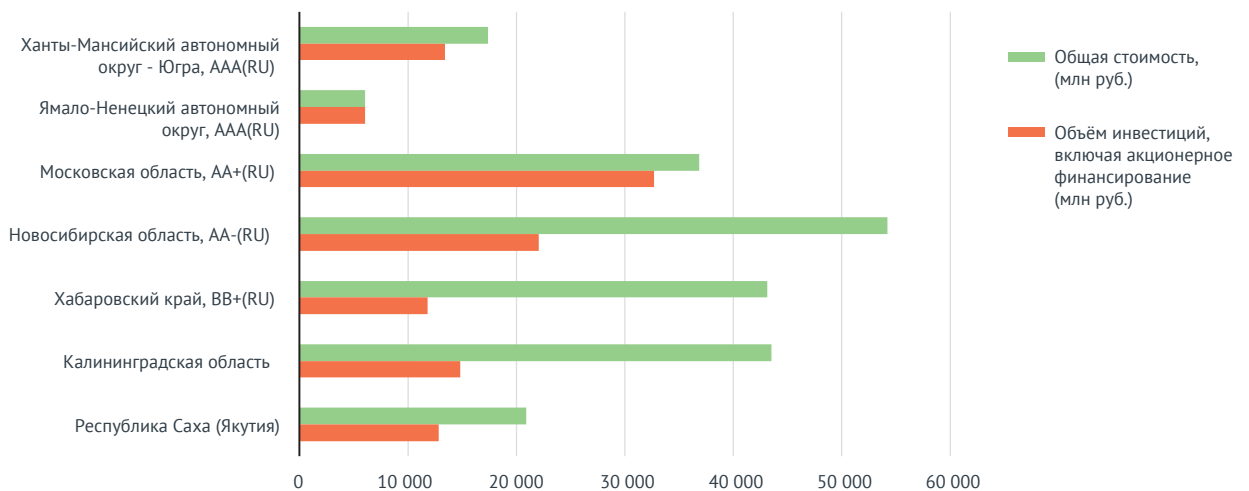
Источник: составлено АКРА на основе данных платформы «РОСИНФРА» и ГК «Автобан»

Рисунок 14
ГК «АВТОБАН», РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАДИИ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТОВ



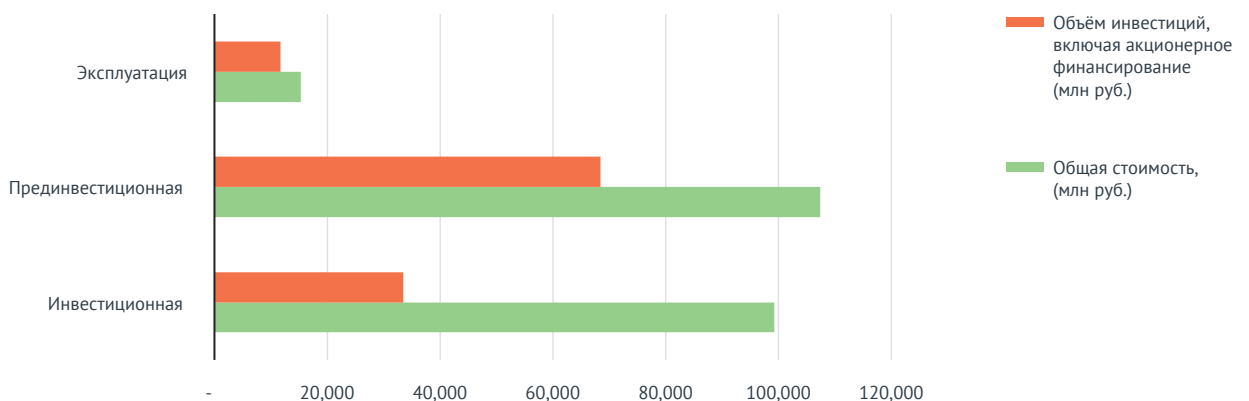
Источник: составлено АКРА на основе данных платформы «РОСИНФРА» и ГК «Автобан»

Рисунок 15
ГК «ВИС», КОНЦЕНТРАЦИЯ ИНВЕСТИЦИЙ НА ПУБЛИЧНОМ ПАРТНЕРЕ



Источник: составлено АКРА на основе данных платформы «РОСИНФРА» и ГК «ВИС»

Рисунок 16
ГК «ВИС», РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАДИИ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТОВ



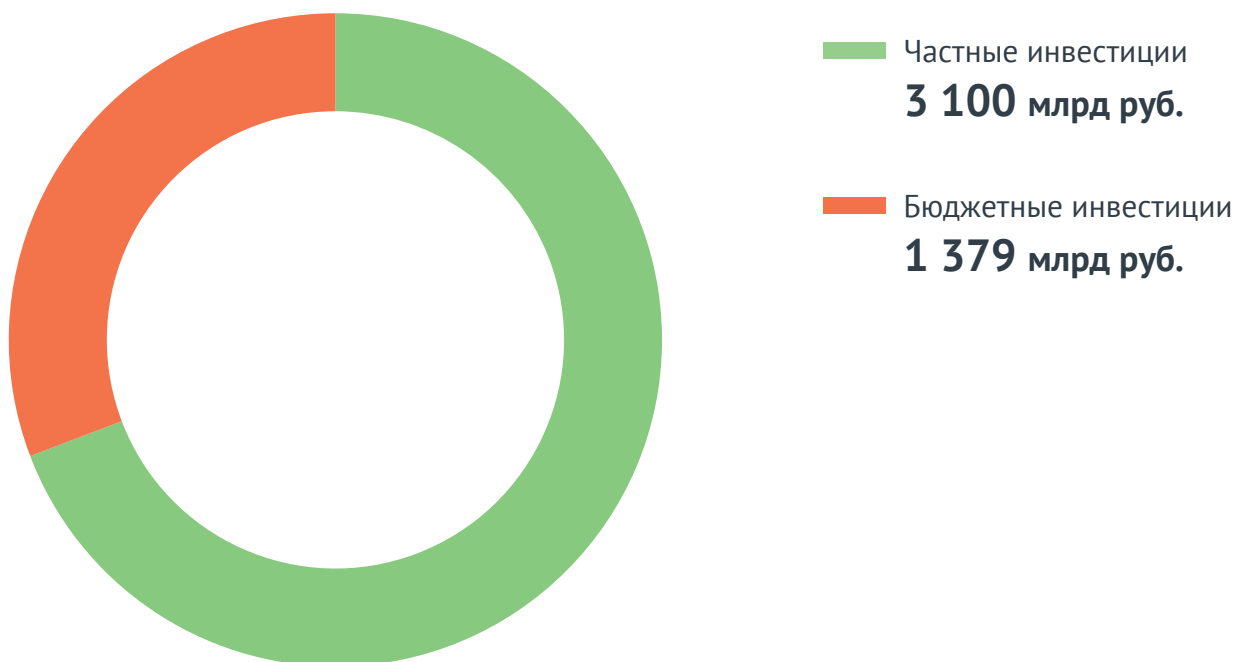
Источник: составлено АКРА на основе данных платформы «РОСИНФРА» и ГК «ВИС»

Потенциал российского рынка. Есть ли место для облигаций проектного финансирования?

По состоянию на сентябрь 2020 года в России реализуется 3440 проектов ГЧП общей стоимостью около 4,5 трлн руб., из которых на частные инвестиции приходится 3,1 трлн руб. (69%).

Общая стоимость проектов ГЧП составляет 44% от затрат на инфраструктуру, которые планировалось выделить в рамках национальных проектов в 2018 году.

Рисунок 17
СОТНОШЕНИЕ БЮДЖЕТНЫХ И ЧАСТНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ПРОЕКТАХ ГЧП



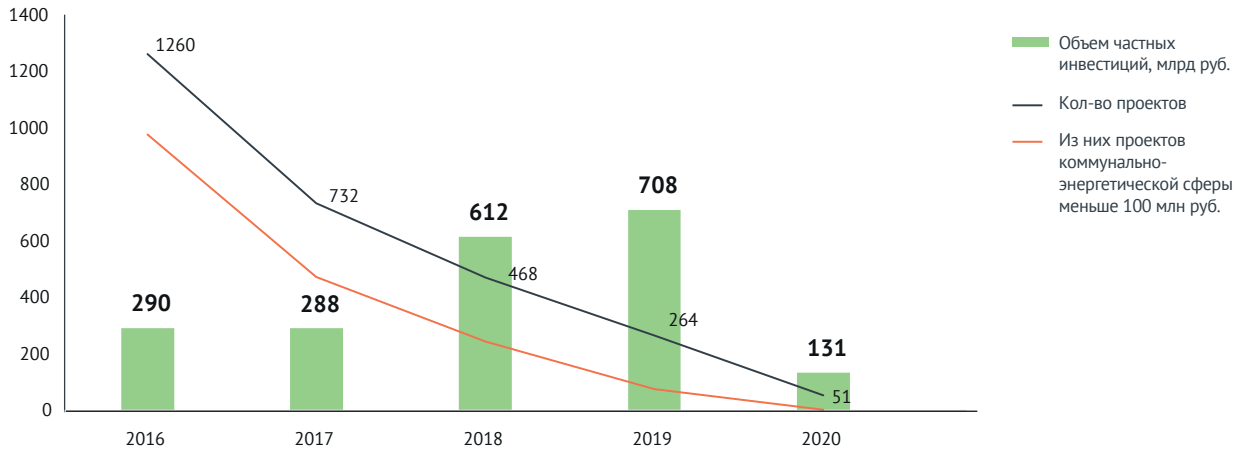
Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных платформы «РОСИНФРА»

В 2017–2019 годах рынок проектов ГЧП показывал уверенный рост, а общий объем инвестиций в проекты вырос в 1,8 раза. Кризис, вызванный пандемией COVID-19, стал серьезным ударом для ГЧП: за восемь месяцев 2020 года объем инвестиций в новые проекты составил лишь 18% от соответствующего показателя за 2019 год.

63% инвестиций в проекты ГЧП приходится на транспортную инфраструктуру, хотя в транспортной сфере реализуется лишь порядка 4,5% всех проектов. 18% инвестиций направляются в коммунально-энергетическую сферу, 9% – на социальную инфраструктуру и 6% – на IT-инфраструктуру.

В период с 2019 по 2020 год объем инвестиций в реализуемые проекты (включая завершенные и аннулированные проекты, не прошедшие стадию коммерческого закрытия) достиг 1,19 трлн руб. В данном случае отраслевое соотношение было иным: на транспортную инфраструктуру приходилось 46% инвестиций, на социальную сферу – 17%, а на коммунально-энергетическую инфраструктуру – 12%. Существенно возросла в указанный период доля инвестиций в IT-инфраструктуру (примерно до 20% от совокупного объема).

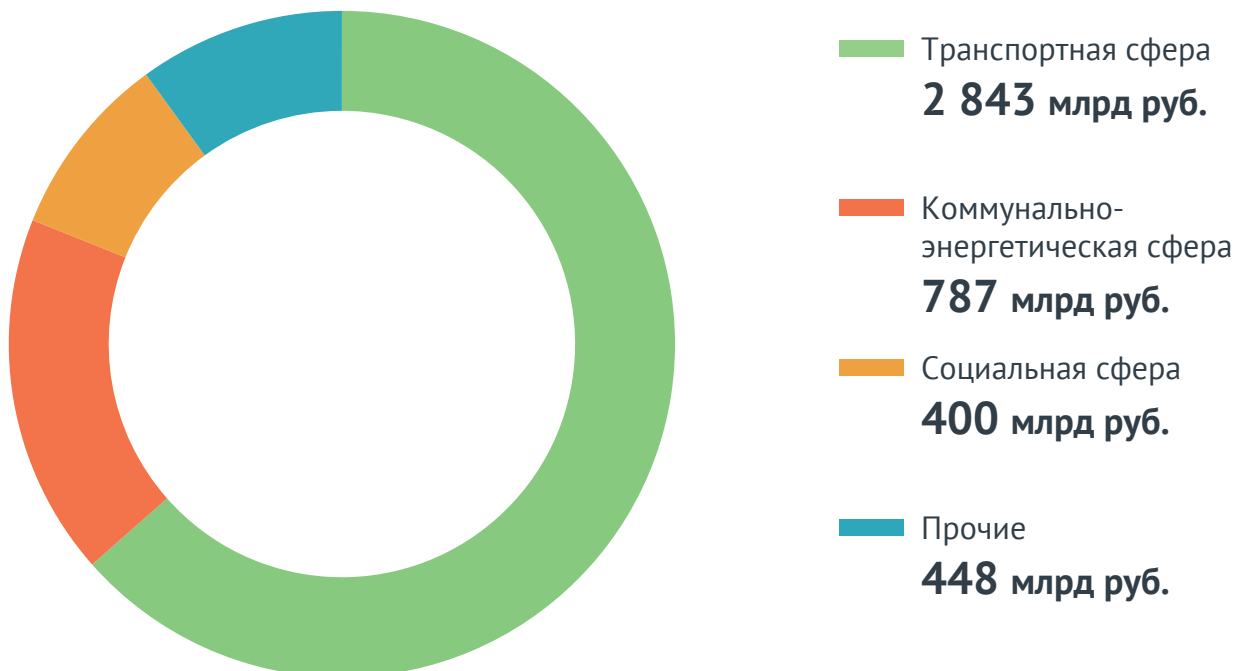
Рисунок 18
РЫНОК ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ПРОЕКТЫ ГЧП, ВКЛЮЧАЯ ЗАВЕРШЕННЫЕ И АННУЛИРОВАННЫЕ ПРОЕКТЫ



Примечание: включая проекты, завершённые по окончании срока действия соглашения, без учета проектов коммунально-энергетической инфраструктуры с общим объемом инвестиций менее 100 млн руб., прошедших коммерческое закрытие в 2020 году

Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных платформы «РОСИНФРА»

Рисунок 19
ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В ГЧП

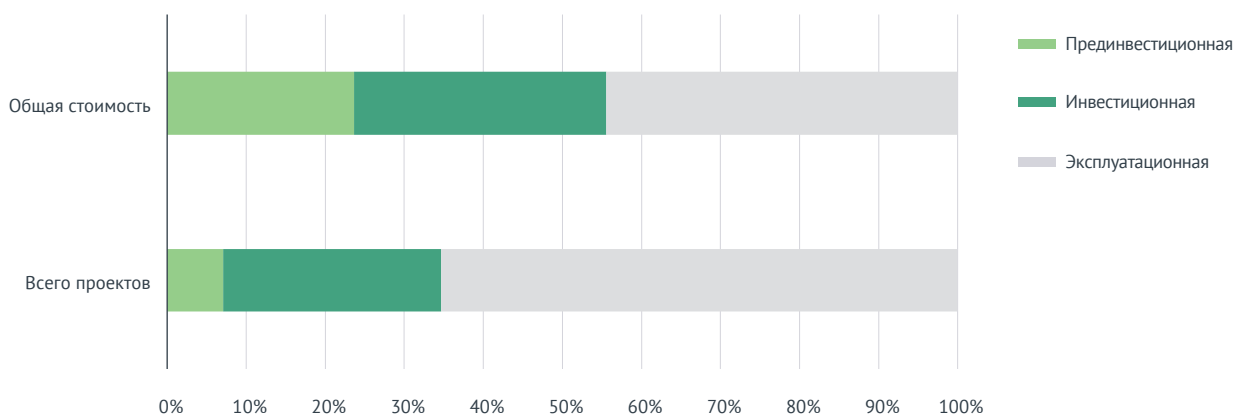


Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных платформы «РОСИНФРА»

Из 3440 проектов, реализуемых в настоящее время на принципах ГЧП, 65% уже введены в эксплуатацию и вышли на операционную стадию. Наличие столь существенного объема проектов, риски строительной стадии по которым к данному моменту пройдены, создает хорошие условия для применения инструментов секьюритизации посредством выпуска облигаций проектного финансирования. Наиболее

капиталоемкие проекты в основном находятся сейчас на прединвестиционной стадии, и хотя их доля не превышает 7% общего портфеля, совокупная стоимость данных проектов составляет 23% от общего объема инвестиций. Доля проектов на инвестиционной стадии находится на уровне 27–30% как в количественном исчислении, так и в стоимостном.

Рисунок 20
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕАЛИЗУЕМЫХ ПРОЕКТОВ ПО СТАДИЯМ В РАЗРЕЗЕ ОБЩЕГО КОЛИЧЕСТВА И СТОИМОСТИ



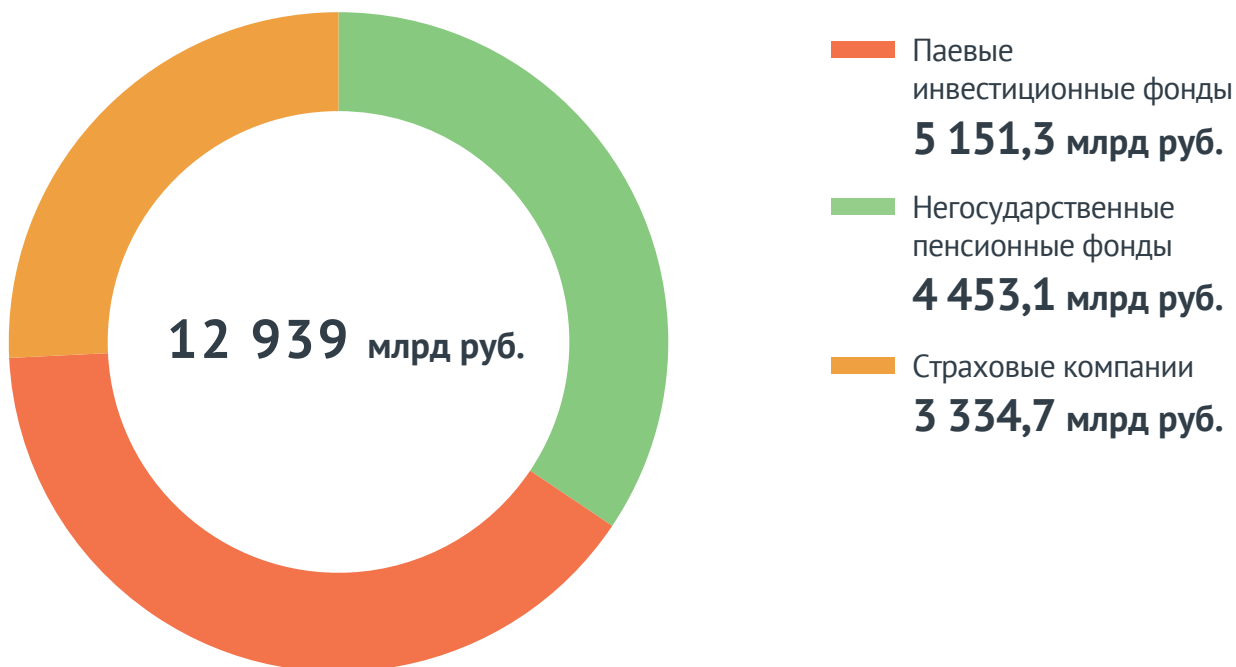
Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных платформы «РОСИНФРА»

Альтернативные инвесторы в России. Есть ли потенциал?

Институциональные инвесторы выступают в качестве дополнительного источника инвестиций в инфраструктуру. Общий объем активов, находящихся под управлением этой категории инвесторов в России, на конец 2019 года составлял около 12,9 трлн руб. Наличие у институциональных инвесторов значительного потенциала для финансирования инфраструктурных проектов подтверждается также устойчивой динамикой роста их активов: так, на конец 2017 года совокупный объем их активов составлял 9,56 трлн руб. (рост на 35% с 2017 по 2019 год).

Активы наиболее крупных институциональных инвесторов и управляющих компаний превышают 500 млрд руб., а УК «Сбербанк Управление активами» оперирует активами на сумму более 1 трлн руб. Лидеры среди российских институциональных инвесторов в различных сегментах представлены в Приложении 3.

Рисунок 21
СОВОКУПНЫЕ АКТИВЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ РОССИИ ПО СОСТОЯНИЮ НА 31.12.2019



Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных платформы «РОСИНФРА»

По оценке АКРА и Национального Центра ГЧП, общий потенциал институциональных инвесторов для вложения в инфраструктуру может составлять до 2,3 трлн руб. Вместе с тем, по нашему мнению, российский рынок инфраструктуры в течение ближайших пяти лет ожидает перелом – на операционную стадию должны выйти крупные проекты, качественно структурированные коммерческими банками, обладающими высокой экспертизой в проектном финансировании. Многие из этих проектов будет выгодно рефинансировать на операционной

стадии. Сами банки смогут инвестировать в новые проекты или инвестировать в облигации проектного финансирования. Важно начинать развивать институциональную среду и совершенствовать экспертизу в структурировании сделок, повышать прозрачность рынка, формировать лучшие практики применения инструментов проектного финансирования. Это позволило бы повысить интерес, в том числе, институциональных инвесторов к облигациям проектного финансирования.

Концессионные облигации

Одной из наиболее распространенных форм облигаций проектного финансирования на сегодняшний день являются концессионные облигации. В России данный инструмент стал применяться с 2010 года, когда еще

отсутствовала соответствующая регуляторная база. По данным Московской биржи, на 01.09.2020 состоялось размещение 40 выпусков 13 эмитентов на общую сумму 118 млрд руб.

Таблица 1. Эмитенты концессионных облигаций на 01.09.2020

ЭМИТЕНТ	НАЗВАНИЕ ПРОЕКТА	ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ, МЛРД РУБ.	ЧИСЛО ВЫПУСКОВ	ГОД ВЫПУСКА
АО «Главная дорога»	Участок М-1 (обход Одинцова)	17,57	3	2010 – 2012
АО «Управление отходами-НН»	Мусоросортировочный комплекс с полигоном в Нижегородской обл.	1,15	1	2012
АО «Управление отходами»	Системы переработки и утилизации ТБО в Саратовской, Мурманской, Челябинской обл. и Чувашской Республике	8,2	4	2013 – 2018
ООО «Ресурсосбережение ХМАО»	Мусорный полигон в Ханты-Мансийском АО	1,1	1	2018
ООО «Концессии водоснабжения»	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	6,75	5	2015 – 2017
ООО «Концессии водоснабжения – Саратов»	Система водоснабжения в Саратове	3,15	2	2018 – 2019
ООО «Концессии теплоснабжения»	Система теплоснабжения в Волгограде	8,46	5	2017 – 2019
ООО «Транспортная концессионная компания»	Трамвайная сеть в Санкт-Петербурге	11,9	5	2016 – 2019
АО «Волга-спорт»	ФОК в Нижегородской обл., ледовый дворец в Ульяновске	2,66	2	2011 – 2012
ООО «Северо-западная концессионная компания»	Участок М-11 15-58 км в Московской обл.	9,2	2	2011
ООО «Магистраль двух столиц»	Участок М-11 543-684 км в Новгородской и Ленинградской обл.	13	2	2015
АО «Новая концессионная компания»	Северный дублер Кутузовского проспекта в Москве	3,1	1	2020
Магистраль северной столицы	Западный скоростной диаметр в Санкт-Петербурге	25	5	2011 – 2012

Источник: составлено Национальным Центром ГЧП по данным Московской биржи и платформы «РОСИНФРА»

Облигации АО «Волга-спорт», ООО «Магистраль двух столиц», ООО «Магистраль северной столицы», ООО «Транспортная концессионная компания» входят в первый котировальный список Московской биржи. Помимо этого, облигации АО «Главная дорога» и АО «Новая концессионная компания» входят во второй котировальный список. В совокупности объем выпуска данных облигаций составляет около 62% от общего объема эмиссии концессионных облигаций.

В отраслевом разрезе подавляющее большинство облигаций (около 70%) выпущено для финансирования проектов по созданию транспортной инфраструктуры. Доля облигаций, эмитированных компаниями, чья деятельность касается коммунально-энергетической инфраструктуры, составляет около 26%.

В 2019 году процедуру регистрации в Банке России прошли новые выпуски концессионных облигаций на сумму 12,5 млрд руб., однако по состоянию на сентябрь 2020 года они еще не были размещены на Московской бирже.

Таблица 2. Зарегистрированные ЦБ РФ эмиссии концессионных облигаций

ЭМИТЕНТ	НАЗВАНИЕ ПРОЕКТА	ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ, МЛРД РУБ.
Концессии теплоснабжения	Система теплоснабжения в Волгограде	0,5
Концессии водоснабжения	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	2
Башкирская концессионная компания	Строительство восточного выезда из Уфы	10

Источник: составлено Национальным Центром ГЧП по данным Московской биржи и платформы «РОСИНФРА»

Согласно данным из открытых источников, в 2020–2021 годах на Московской бирже должны разместиться облигации в рамках реализации проекта по строительству железной дороги Кызыл – Курагино к угольному месторождению «Элегест» (сумма проекта 134,6 млрд руб.).

Помимо концессионных облигаций, с 2017 года стали применяться инструменты СФО и СОПФ. Так, с 2017 по 2020 годы, по данным Московской биржи, было произведено 19 выпусков СФО и один выпуск СОПФ на общую сумму 57 млрд руб. По мнению АКРА и Национального Центра ГЧП, данные инструменты являются наиболее перспективными с точки зрения финансирования проектов ГЧП, и количество эмиссий СОПФ и СФО в 2019–2020 годах уже превысило количество выпусков концессионных облигаций.

Основные выводы

В настоящее время в мире наблюдается тенденция к расширению видов финансовых инструментов и типов инвесторов: финансирование проектов все чаще стало осуществляться посредством эмиссии облигаций, обеспеченных денежными потоками от реализации инфраструктурных проектов. Практика показала, что по таким таким инструментам дефолт происходит реже даже в периоды экономической нестабильности благодаря особенностям структурирования таких сделок (в том числе потому, что возмещения в случае дефолта проекта также минимизируют ожидаемые потери инвесторов). Это послужило одним из оснований для внесения поправок к дирек-

Рынок концессионных облигаций является весьма перспективным для институциональных инвесторов. На данный момент доля концессионных облигаций на российском рынке ценных бумаг составляет лишь около 1%, но у данного инструмента, по мнению АКРА и Национального Центра ГЧП, есть значительный потенциал роста за счет новых инфраструктурных проектов и трансформации подходов к его структурированию.

По оценке АКРА и Национального Центра ГЧП, общий объем частных инвестиций в проектах, в которых публичный партнер имеет кредитный рейтинг АКРА не ниже категории А (RU) и объем частных инвестиций превышает 5 млрд руб., составляет 330 млрд руб., что составляет около 15% от стоимости всех проектов ГЧП, находящихся на эксплуатационной стадии.

тиве Solvency II, что повысило привлекательность вложений в инфраструктуру для страховых компаний (см. *прил. 1*).

Рыночное финансирование инфраструктуры становится реальной альтернативой во всем мире, и Россия не исключение. Мы считаем, что в ближайшие годы мы можем увидеть рост количества инфраструктурных проектов, финансируемых за счет эмиссии облигаций проектного финансирования.

Рассмотрев российский рынок проектного финансирования, мы также пришли к мнению, что сегмент российского рынка облигаций проектного финансирования недоста-

точно развит, хотя и имеет более чем десятилетнюю историю развития (согласно данным Московской биржи по состоянию на сентябрь 2020 года размещено 60 выпусков различных форм облигаций проектного финансирования на 175 млрд руб.). При этом важнейшую роль в формировании дальнейших трендов развития рынка будут играть частные и институциональные инвесторы.

Российский рынок инфраструктуры в течение ближайших пяти лет ожидает перелом – на операционную стадию должны выйти крупные проекты, качественно структурированные коммерческими банками, обладающими высокой экспертизой в проектном финансировании. Многие из этих проектов будет выгодно рефинансировать на операционной стадии. Сами банки смогут инвестировать в новые проекты или инвестировать в облигации проектного финансирования. Важно начинать развивать институциональную среду и совершенствовать экспертизу в структурировании сделок, повышать прозрачность рынка, формировать лучшие практики применения инструментов проектного финансирования. Это позволило бы повысить интерес, в том числе, институциональных инвесторов к облигациям проектного финансирования.

Рейтинговые агентства и специализированные центры компетенций в сфере ГЧП являются необходимыми посредниками для того, чтобы обеспечить правильную оценку рисков в интересах инвесторов, предоставить независимую экспертизу и обеспечить прозрачность проектных инициатив.

Нами были описаны особенности и подходы к рейтингованию проектно-финансовых транзакций (ПФТ). Были подробно описаны параметры сделок, закладываемые при выпуске облигаций проектного финансирования, которые могут существенно повлиять на конечный кредитный рейтинг сделки (уровни возме-

ния в случае дефолта ПФТ, рейтинг публичного и частного партнеров).

Подход к рейтингованию, основанный на расчете ожидаемых убытков является одним из самых прозрачных и позволяет инвесторам оценить свои потенциальные потери на каждый вложенный ими рубль в проект. При расчете рейтинга рассчитывается не только вероятность дефолта, но и учитываются уровень потенциальных возмещений в случае дефолта.

Мы считаем, что классические сделки проектного финансирования, соответствующие самым высоким стандартам стран с развитыми рынками проектного финансирования, должны обладать следующими качествами:

- ✓ сделки проектного финансирования должны реализовываться на балансе отдельной проектной компании специального назначения (special purpose vehicle, SPV) с ограниченным риском банкротства и правом осуществлять единственный вид деятельности;
- ✓ важной чертой сделок проектного финансирования является **возможность кредиторов вмешиваться в ход реализации проекта** при существенном ухудшении его показателей, что может смягчить экономические потери в случае дефолта ПФТ;
- ✓ **единственным источником погашения долговых обязательств в рамках ПФТ является денежный поток, генерируемый в рамках реализуемого проекта, и резервы ликвидности, предусмотренные структурой ПФТ;**
- ✓ в классическом проектном финансировании **все ключевые риски распределяются между участниками проекта, что позволяет эффективно управлять ими, а их кредитное качество, опыт и надежность учитываются в рейтинговой модели АКРА.**

Приложение 1 – Сравнительный анализ уровней надежности различных групп активов на основе данных мирового рынка

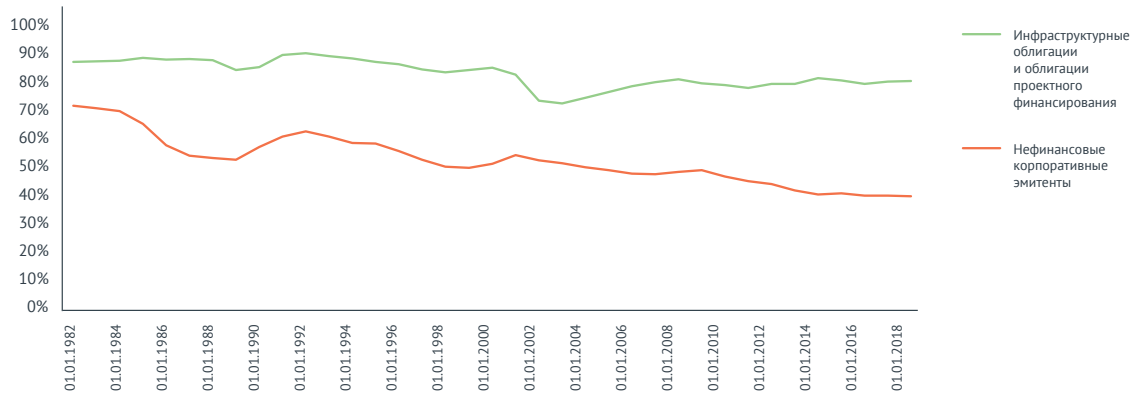
Было проведено сравнение уровней надежности исследуемых групп финансовых инструментов между собой для выявления **основных факторов**, обуславливающих отличия. Агентство проанализировало две следующие группы активов:

- ✓ **инфраструктурные облигации и облигации проектного финансирования** – ценные бумаги, выпущенные либо инфраструктурные корпоративные эмитенты, либо специализированными обществами проектного финансирования (СОПФ);
- ✓ **нефинансовые корпоративные эмитенты (НКЭ)** – искусственно-созданный бенчмарк, который представляет собой набор данных для сравнения глобальных нефинансовых корпоративных эмитентов с другими классами активов. Корпоративные инфраструктурные эмитенты включаются в данный бенчмарк, а субъекты проектного финансирования исключаются (что делает оценки сопоставимыми).

В ходе исследования были получены следующие результаты:

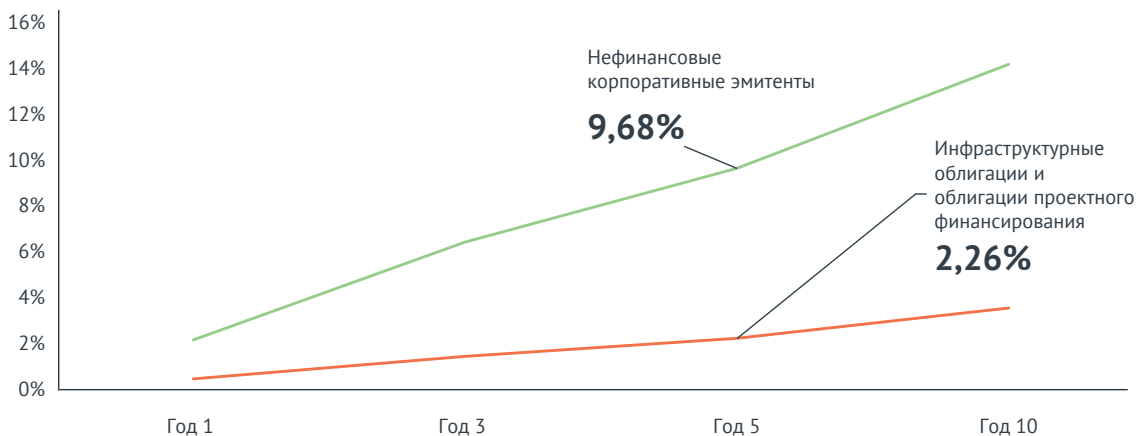
1. **Инфраструктурные облигации и инструменты проектного финансирования в мире за период с 1982 по 2018 г. чаще получали инвестиционный уровень кредитного рейтинга:** так, по состоянию на конец 2018 года 80% финансовых инструментов в рамках группы активов «Инфраструктурные облигации и облигации проектного финансирования» имели инвестиционный уровень кредитного рейтинга, в то время как в рамках группы активов «Облигации, выпущенные нефинансовыми корпоративными эмитентами» аналогичным кредитным качеством, обладали лишь 40% выпусков (см. *рис. 22*).
2. **Уже на пятый год жизни** финансовых инструментов **вероятность дефолта** активов группы «Инфраструктурные облигации и облигации проектного финансирования» становится **более чем в пять раз ниже**, чем у активов группы «Нефинансовых корпоративных эмитентов», а на **десятом году жизни** финансовых инструментов – **более чем в 3,5 раза** (см. *рис. 23*).
3. Также было выявлено, что **потери инвесторов** по группе активов «Инфраструктурные облигации и облигации проектного финансирования» на пятом году жизни активов **в шесть раз меньше**, чем по группе «Нефинансовых корпоративных эмитентов», **на десятом году – более чем в восемь раз** (см. *рис. 24*).

Рисунок 22
СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ ПО ГОДАМ ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП ЭМИТЕНТОВ



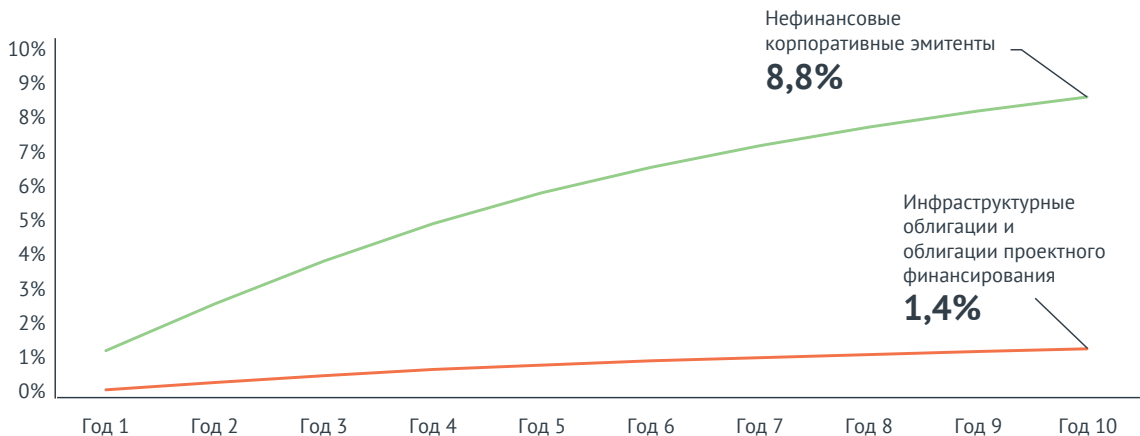
Источник: составлено АКРА на основе данных Moody's

Рисунок 23
СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СОВОКУПНОГО КУМУЛЯТИВНОГО PD (ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА) ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП ЭМИТЕНТОВ



Источник: составлено АКРА на основе данных Moody's

Рисунок 24
СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СОВОКУПНОГО КУМУЛЯТИВНОГО EL ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП ЭМИТЕНТОВ



Источник: составлено АКРА на основе данных Moody's

Приложение 2 – Кредитные рейтинги, присвоенные АКРА субъектам и муниципальным образованиям РФ

СУБЪЕКТ РФ	КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ
Москва	AAA(RU)
Санкт-Петербург	AAA(RU)
Республика Татарстан	AAA(RU)
Тюменская область	AAA(RU)
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	AAA(RU)
Ямало-Ненецкий автономный округ	AAA(RU)
Московская область	AA+(RU)
Самарская область	AA(RU)
Липецкая область	AA(RU)
Челябинская область	AA(RU)
Белгородская область	AA-(RU)
Новосибирская область	AA-(RU)
Краснодарский край	AA-(RU)
Алтайский край	A+(RU)
Красноярский край	A+(RU)
Курская область	A+(RU)
Оренбургская область	A+(RU)
Свердловская область	A+(RU)
Кемеровская область – Кузбасс	A-(RU)
Мурманская область	A-(RU)
Нижний Новгород	A-(RU)
Республика Коми	A-(RU)
Рязанская область	A-(RU)
Тамбовская область	BBB+(RU)
Пензенская область	BBB+(RU)
Тверская область	BBB+(RU)
Братск	BBB(RU)
Новгородская область	BBB(RU)
Томск	BBB(RU)
Томская область	BBB(RU)
Костромская область	BBB-(RU)
Магаданская область	BBB-(RU)
Хабаровский край	BB+(RU)
Республика Мордовия	B(RU) ⁱ

ⁱ Рейтинг на пересмотре – негативный

Источник: составлено АКРА на основе данных об осуществлении рейтинговых действий по состоянию на 19.09.2020

Приложение 3 – Топ-10 негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний и управляющих компаний в 2019 году

КРУПНЕЙШИЕ НПФ ПО ВЕЛИЧИНЕ АКТИВОВ	МЛРД РУБ.
НПФ Сбербанк	678,6
НПФ Открытие	602,5
НПФ Газфонд пенсионные накопления	594,1
НПФ Газфонд	518,9
НПФ Благосостояние	437,4
НПФ Сафмар	275,8
НПФ Будущее	270,7
НПФ ВТБ Пенсионный фонд	260,4
НПФ Эволюция	225,6
НПФ Транснефть	112,2
Прочие	476,8

КРУПНЕЙШИЕ СТРАХОВЫЕ КОМПАНИИ ПО ВЕЛИЧИНЕ ПРЕМИЙ	МЛРД РУБ.
СОГАЗ	194,3
Сбербанк страхование жизни	153,4
АльфаСтрахование	108,4
Ингосстрах	103,3
РЕСО-гарантия	98
ВТБ Страхование	87
ВСК	82,2
Росгосстрах	78
АльфаСтрахование-Жизнь	55,8
СОГАЗ-Жизнь	45,8
Прочие	473,8

КРУПНЕЙШИЕ УПРАВЛЯЮЩИЕ КОМПАНИИ	МЛРД РУБ.
Сбербанк Управление активами	1031,7
ВТБ Капитал Управление инвестициями	915,6
ГК Регион	832,8
ГК Открытие	695,8
Газпромбанк - управление активами	644,1
ТКБ Инвестмент партнерс	551,6
Лидер	494,6
ГК Альфа-капитал	443,4
Трансфингрупп	329,2
Прогрессивные инвестиционные идеи	323,5

Источник: составлено Национальным Центром ГЧП на основе данных ЦБ РФ и «Коммерсантъ»

© 2020

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.

АНО «Национальный Центр ГЧП» (далее – Национальный Центр ГЧП) создан в 2009 году. В 2015 году Национальный Центр ГЧП был признан Всемирным банком в качестве официального института развития государственно–частного партнерства в России. Более десяти лет Национальный Центр ГЧП ведет системную деятельность по созданию условий для ускоренного развития и модернизации общественной инфраструктуры на принципах государственно-частного партнерства. Национальный Центр ГЧП на постоянной основе взаимодействует более чем с 60 субъектами Российской Федерации, оказывает содействие в отборе и экспертизе перспективных проектов, проводит обучение проектных команд, выпускает аналитические материалы и организует крупнейшие в России деловые мероприятия по тематике развития инфраструктуры и ГЧП. Ключевым результатом деятельности Национального Центра ГЧП является запуск платформы поддержки инфраструктурных проектов «РОСИНФРА».

Представленное исследование выполнено совместно АКРА и Национальным Центром ГЧП и включает, помимо прочего, аналитический обзор, материалы и иную информацию на тему инвестиций в инфраструктуру и ГЧП (далее – Исследование).

Приведенные в обзоре выводы, оценки, прогнозы, если не указано иное, являются видением авторского коллектива, а не официальной позицией каких-либо органов власти или организаций и актуальны по состоянию на дату публикации.

В Исследовании использованы данные платформы поддержки инфраструктурных проектов «РОСИНФРА», а также публично доступная информация. АКРА и Национальный Центр ГЧП не несут ответственности за достоверность данных, содержащихся в публично доступной информации. АКРА и Национальный Центр ГЧП не осуществляют аудита или иной проверки представленных данных и не несут ответственности за их точность и полноту.

Представленное исследование не претендует на полноту рассмотрения темы и абсолютность сделанных выводов. Исследование не является основанием для принятия каких-либо финансовых и инвестиционных решений, не является рекламой или офертой и публикуется исключительно в справочно–информационных целях.

АКРА и Национальный Центр ГЧП, их работники, а также аффилированные с АКРА и Национальным Центром ГЧП лица (далее – Стороны Исследования) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Исследования для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА и Национальный Центр ГЧП не выполняют функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Исследование должно расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим его. 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 Исследования должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны Исследования не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данного Исследования. Стороны Исследования 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 Исследованием.

Единственным источником, отражающим актуальную информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, факторах рейтинговой оценки, подробных результатах кредитного анализа, методологиях, моделях, прогнозах, аналитических обзорах и материалах и иной информации, разработанной АКРА, является официальный интернет–сайт АКРА – www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

При любом цитировании Исследования обязательна ссылка на АКРА и Национальный Центр ГЧП.