



АССОЦИАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ
ИНВЕСТОРОВ И КРЕДИТОРОВ



Министерство
экономического развития
Российской Федерации

Государственно-частное партнерство в России

«Время инфраструктуры»



Специально
для ПМЭФ-2026



ПМЭФ'26
ПЕТЕРБУРГСКИЙ
МЕЖДУНАРОДНЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
ФОРУМ



РОСКОНГРЕСС
Пространство доверия

#ВремяИнфраструктуры



«Время инфраструктуры» — уникальный медиа-проект АИИК, основанный на консолидации усилий и возможностей Ассоциации и её членов для продвижения позитивной повестки о квалифицированном рынке ГЧП и концессий.

Участие в проекте принимают практически все члены АИИК, вместе формирующие профессиональный рынок игроков инфраструктурной отрасли. Совместные усилия участников позволят с помощью продвижения накопленных знаний и аналитики сформировать у представителей СМИ, государственной власти, бизнеса и населения благоприятное мнение относительно механизма ГЧП и концессионных соглашений и повысить доверие к данному формату реализации проектов с акцентом на взаимовыгодность и эффективность инициатив.

УЧАСТНИКИ ПРОЕКТА



ЧТО ВХОДИТ В ПРОЕКТ?

- ✓ База знаний
- ✓ Доступная аналитика
- ✓ Инфраструктурный фотобанк
- ✓ Инфра-Арт
- ✓ Пресс-туры
- ✓ ТОП проектов ГЧП
- ✓ Образовательные программы

В рамках проекта появится единая точка сборки актуальной информации о ГЧП и концессиях в инфраструктуре — **«База знаний»**, сформированная на платформе АИИК. Это важнейший ресурс для участников рынка, регуляторов и всего общества. Для достижения этой цели будет собрана и обработана информация, сформирована **аналитика**, проведены **исследования** и анализированы **лучшие практики** в области ГЧП и инфраструктурных проектов. На основе этих материалов будет выстраиваться активный конструктивный диалог между участниками рынка, регуляторами и законодателями. Таким образом голос бизнеса будет услышан, а интересы инвесторов — учитываться при разработке новых инициатив и законов.

Инфра-Арт — это проект сотрудничества Ассоциации инфраструктурных инвесторов и кредиторов (АИИК), Национальной ассоциации инфраструктурных компаний (НАИК) и ARTLINE PROJECT. Задача проекта — визуализация развития инфраструктуры современной России и продвижение ценности труда тех, кто эту инфраструктуру создаёт.



Инфраструктурный фотобанк создан в рамках проекта Инфра-Арт и постоянно пополняется уникальными снимками в высоком разрешении инфраструктурных объектов, как находящихся в стадии эксплуатации, так и в различных стадиях их реализации. Участие в фотобанке осуществляется на безвозмездной основе.

В рамках проекта «Время инфраструктуры» также запланированы **пресс-туры** на объекты ГЧП и концессий членов АИИК, находящиеся в эксплуатации в российских регионах.

Найди время на инфраструктуру!



Вступительное слово



Максим Колесников

Первый заместитель
Министра экономического
развития РФ

В последние годы к механизму ГЧП сформировался устойчивый интерес со стороны инвесторов, что позволяет успешно развивать инфраструктуру в различных отраслях.

Полагаем, этот интерес только усилится в связи с постепенным снижением ключевой ставки Банка России и стоимости заёмного финансирования.

Тем не менее, на бюджеты субъектов РФ по-прежнему может возлагаться значительная финансовая нагрузка при реализации проектов ГЧП. Поэтому наши усилия в настоящее время сосредоточены на повышении качества оценки концессионных проектов и снижении случаев несправедливого распределения рисков и более эффективном использовании бюджетных средств. Минэкономразвития России ведётся масштабная работа по подготовке нормативной базы, необходимой для проведения такой оценки в отношении концессионных соглашений.



Игорь Коваль

Председатель
Правления АИИК,
первый заместитель
Председателя
по инвестиционной
политике ГК «Автодор»

Представляем Вам дайджест Ассоциации инфраструктурных инвесторов и кредиторов, посвящённый актуальной повестке сферы ГЧП. Динамично развивающееся законодательство и правоприменительная среда, а также накопленный опыт реализации данных проектов позволяют сфокусироваться на разработке и применении в них новых инструментов финансирования.

В дайджесте рассмотрены инфраструктурные цифровые финансовые активы как новый инструмент финансирования инфраструктурных проектов, концессионные облигации и новые подходы ВЭБ.РФ к ним.

Также в выпуске представлены позиции ключевых экспертов рынка относительно существующих возможностей и ограничений рынка.

Обратите внимание на флагманский проект Ассоциации инфраструктурных инвесторов и кредиторов и квалифицированных игроков рынка «Время Инфраструктуры». О проекте и возможностях принять участие в нем мы также рассказали на страницах дайджеста.



Мария Ярмальчук

Генеральный
директор АИИК

Ассоциация инфраструктурных инвесторов и кредиторов продолжает следить за трендами рынка ГЧП и инфраструктуры и отстаивать позитивную инфраструктурную повестку. Достигший зрелости рынок сталкивается с проблемами, которые требуют оперативной реакции государства, общества и СМИ. Уже два десятилетия мы пользуемся результатами успешных инфраструктурных проектов, которые реализовывают квалифицированные участники рынка. Именно они и должны формировать объективную картину и мнение о рынке ГЧП и инфраструктуры сегодня.

Наряду с ними есть и негативные примеры и практики на местах. Это — в основном мелкие и проблемные типовые проекты, которые превышают проекты квалифицированных игроков по количеству и поэтому способствуют антипиару сферы ГЧП в целом. Наша задача как Ассоциации в целом и задача этого дайджеста в частности — показывать и подсвечивать лучшие практики, в том числе в части моделей финансирования инфраструктуры. И продвигать, тем самым #ВремяИнфраструктуры.

Найдите время на чтение этого дайджеста и на инфраструктуру! И желаем вам успешной реализации проектов!

Оговорка

Настоящий обзор подготовлен Ассоциацией инфраструктурных инвесторов и кредиторов (АИИК) совместно с Минэкономразвития России в целях информирования участников рынка инфраструктурных инвестиций и других заинтересованных лиц о текущем состоянии и динамике развития российского рынка государственно-частного партнёрства (далее — ГЧП).

Приведённые в обзоре выводы, оценки, прогнозы, если не указано иное, являются видением авторского коллектива и актуальны по состоянию на дату публикации.

В обзоре использованы данные Минэкономразвития России, а также публично доступная информация. Авторский коллектив не несёт ответственности за достоверность данных, содержащихся в публично доступной информации.

Данный обзор не является основанием для принятия каких-либо финансовых и инвестиционных решений, не является рекламой или офертой и публикуется исключительно в справочно-информационных целях.

При любом цитировании материалов настоящего обзора ссылка на него обязательна.

Москва, 2026 г.



Редакционная коллегия

Игорь Коваль

Председатель
Правления АИИК,
Первый заместитель
председателя
правления
по инвестиционной
политике
Госкомпании
«Автодор»

Мария Ярмальчук

Член Правления
АИИК,
Генеральный
директор АИИК,
Генеральный
директор НАИК

Галина Крупен

Руководитель
отдела по связям
с общественностью
АИИК

Евгения Зусман

Член Экспертного
совета АИИК,
Управляющий
партнёр компании
You & Partners

Максим Черниговский

Советник
по правовым
вопросам АИИК

АИИК сегодня

АИИК **создана при поддержке** Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП) для выстраивания конструктивного долгосрочного диалога с государством, в том числе и в области привлечения внебюджетного финансирования в инфраструктурные проекты.

В состав Ассоциации входят крупнейшие финансовые организации, инфраструктурные холдинги, государственные компании и общественные объединения России.

Экспертный совет АИИК объединяет ведущих специалистов научных центров, юридических компаний, а также представителей крупного бизнеса.

> 1750

Общее количество реализуемых проектов

> 4,2 ТРЛН. РУБ.

Общая стоимость реализуемых проектов

> 390 000

Общее количество рабочих мест в компаниях-членах

> 377 МЛРД. РУБ.

Общий объём ежегодных налоговых отчислений



Цели деятельности

- ✓ Нормотворчество (экспертная поддержка законодательных инициатив и их разработка);
- ✓ Консолидация GR-усилий ключевых участников рынка ГЧП;
- ✓ Продвижение инициатив в области частных инвестиций в инфраструктуру и ГЧП;
- ✓ Консолидация позиций профильных ФОИВ в части регулирования инвестиций в инфраструктурные проекты (Минэкономразвития России, Минфин России, Минпромторг России);
- ✓ Экспертная поддержка участников по реализуемым ими проектам, построение платформы для взаимодействия между такими участниками;
- ✓ Подготовка аналитических материалов, направленных на отслеживание ключевых изменений в нормативно-правовой базе, актуализация информации о рынке ГЧП и его тенденциях;
- ✓ Обсуждение и совместная реализация проектов между представителями бизнеса, кредитными организациями и органами власти.

Достижения АИИК

- ✓ Смягчены ограничения Бюджетного кодекса по ГЧП: отсрочка вступления в силу поправок до 01.01.2025, разовая проверка бюджетной достаточности, распространение на регионы-получателей дотаций, методику учёта долга утвердит Правительство РФ; уточнены расходные обязательства по ГЧП/МЧП в части капитального гранта и платы публичного партнёра, и т.п.;
- ✓ Приняты антикризисные инициативы: 250 млрд ₽ казначейских кредитов регионам, 100 млрд ₽ облигаций на обходы городов, субсидия 2/3 ключевой ставки, лимит облигаций увеличен до 300 млрд ₽ + 5,3 млрд ₽ федеральных средств на купоны в 2025–27 гг.;
- ✓ Приняты поправки в законодательство, касающиеся федеральных проектов ГЧП в сфере промышленности;
- ✓ Приняты поправки, позволяющие заключать концессионные соглашения и соглашения о ГЧП в отношении объектов космической инфраструктуры;
- ✓ Внесён комплекс предложений (39-ФЗ, 259-ФЗ, НК РФ и др.).



Мария Ярмальчук
Генеральный директор АИИК

«За счёт синергии опыта, экспертного потенциала и понимания инфраструктурной повестки нам удаётся предлагать государству механизмы, повышающие потенциал внебюджетных инвестиций в сферу инфраструктуры, и препятствовать принятию вредных для рынка изменений законодательства».

В мероприятиях АИИК приняли участие более 1000 представителей:

- ▶ федеральных и региональных органов власти (Правительство РФ, Государственная Дума РФ, Совет Федерации, Минэкономразвития России, Минстрой России, и пр.)
- ▶ финансовые институты развития (ВЭБ.РФ, РФПИ и пр.)
- ▶ лидеров ГЧП рынка (ПАО «Т-Плюс», ООО «РКС-Холдинг» и пр.)

Содержание



«Почему классическая модель исчерпана»	1
Новые механизмы финансирования инфраструктурных проектов	5
ЦФА в инфраструктуре	5
Как ЦФА переформируют финансирование инфраструктуры	5
ЦФА как перспективный механизм привлечения внебюджетного финансирования в инфраструктурные проекты	8
Цифровые права и цифровые финансовые активы как способ финансирования концессий и ГЧП	11
ЦФА в инфраструктуре: новый источник капитала или эксперимент на будущее	14
Концессионные облигации: новый класс активов?	15
Рефинансирование концессионных проектов через облигации: опыт Группы «ВИС»	17
Законодательная повестка 2026	19
ДИС как инструмент строительства дорог под управлением ГК «Автодор»	19
Как структурировать и реализовать концессию в условиях усиления контроля за расходованием бюджетных средств	24
Стройка за свой счёт: почему исполнители госконтрактов работают в минус	29
Коммерческая выручка как драйвер эффективности ГЧП-проектов	31
Новые отрасли ГЧП в современных условиях финансового рынка: возможности и вызовы	35
Участок М-11 «Подмосковье» (15–58 км): финансовая архитектура первой дорожной концессии России и её уроки для рынка ГЧП в 2026 году	38
Широкое взаимодействие для развития городов	43

«Почему классическая модель исчерпана»

Российский рынок концессий и ГЧП приблизился к моменту времени, когда текущая конструкция (бюджетное участие, банковский долг, умеренная индексация, стандартное распределение рисков) перестаёт быть достаточной для запуска сложных инфраструктурных проектов. Поэтому исчерпана не сама идея ГЧП: ГЧП и концессии остаются востребованным инструментом развития инфраструктуры. Исчерпана прежняя финансово-организационная модель, рассчитанная на более дешёвые деньги, более предсказуемый CAPEX и большую способность бюджета сглаживать проектные дисбалансы.



Владислав Онищенко
Председатель
Экспертного совета АИИК,
генеральный директор
Агентства трансформации
и развития экономики

К настоящему времени накоплены правовая база, проектная практика, банковская экспертиза, региональные команды, отраслевые операторы. Однако в 2025 году стало очевидно, что сама механика сборки проектов значительно усложнилась. Прежние решения больше не дают необходимого результата.

Условия, в которых ГЧП будет применяться в 2026–2030 годах, принципиально отличаются от условий предыдущего цикла.



Владимир Косой
Заместитель председателя
Экспертного совета АИИК,
президент Центра
экономики
инфраструктуры

Классическая модель держалась на нескольких предпосылках:

- ▶ бюджет мог частично закрыть инвестиционный разрыв;
- ▶ банковское финансирование оставалось основным источником длинного капитала;
- ▶ рост стоимости проекта был управляемым;
- ▶ тариф, плата концедента или иной механизм возврата капитала позволяли балансировать модель на длинном горизонте;
- ▶ значительная часть рисков могла быть распределена в соглашении без радикального ухудшения банковской приемлемости проекта.



Татьяна Кулакова
Член Экспертного
совета АИИК, директор
Центра экономики
транспорта Института
экономики транспорта
и транспортной
политики НИУ ВШЭ

Данная модель была оптимальной для своего времени. Она позволила запустить значительный массив проектов, сформировать практику, создать рынок консультантов, банков, операторов и специализированных публичных команд.

Однако её предел проявился в том, что каждый из базовых элементов стал менее надёжным. Бюджет больше не может компенсировать все разрывы. Долг стал дорогим, CAPEX — менее предсказуемым, тарифная и социальная чувствительность стали выше. Срок подготовки проектов вырос, а устойчивость финансовых моделей снизилась.

Бюджетное участие сохраняет значение, но меняет роль. Раньше оно часто воспринималось как способ поддержать («дособрать») проект, если экономика не сходится. В новой ситуации такой подход становится опасным: количество инфраструктурных потребностей превышает доступный бюджетный ресурс, а цена ошибки в отборе проектов возрастает.

У публичной стороны сохраняется объективная необходимость развивать коммунальную, транспортную, социальную, туристскую и иную инфраструктуру.

Бюджетный ресурс будет все более жёстко приоритизироваться. Это означает, что поддержка должна направляться не на компенсацию слабой подготовки проекта, а на разблокировку проектов с высокой общественной и экономической эффективностью.

Каждый рубль бюджетного участия должен работать как инвестиционный рычаг — то есть не замещать частный капитал, а снижать конкретные риски, которые частный рынок не может принять в полном объёме.

Здесь уместны такие инструменты, как капитальные гранты, субсидирование процентной ставки, минимальная доходность, компенсация социального тарифа, гарантии по отдельным публичным обязательствам, плата за доступность, проектные бюджетные лимиты.

В этой логике одним из центральных инструментов видится капитальный грант. Он одновременно снижает требуемый объём заёмного финансирования, уменьшает чувствительность модели к ставке и делает проект устойчивым к изменениям денежно-кредитной политики. В противоположность этому субсидирование ставки лишь сглаживает текущую стоимость долга, но не меняет инвестиционной структуры проекта.

Принципиально важно, что размер капитального гранта должен рассчитываться от будущего прироста бюджетных поступлений, которые проект генерирует на горизонте эксплуатации. В такой логике публичная сторона фактически превращается в соинвестора, чьё участие имеет измеримое экономическое обоснование. Это и есть содержательное изменение роли государства: от компенсации рыночных условий — к капитальному участию, рассчитанному от собственного будущего дохода бюджета.

Отметим, что высокая ключевая ставка меняет саму процедуру отбора проектов. При дорогом долге проект должен быть гораздо более точно собран ещё до конкурса. Так как повышается чувствительность модели к срокам строительства и ввода в эксплуатацию, возрастает значение процентных расходов на инвестиционной фазе. Наконец, усиливаются требования банков к обеспечению, DSCR, распределению рисков, индексации и бюджетным обязательствам. При этом проекты с длинным периодом выхода на плановую выручку становятся особенно уязвимыми. Снижение ставки не вернёт рынок автоматически в прежнюю конфигурацию.

Таким образом, стоимость капитала стала самостоятельным критерием качества проекта. В рынок будут проходить не те инициативы, которые выглядят социально значимыми или юридически корректными, а те, где структура возврата капитала, распределение рисков и бюджетные обязательства позволяют выдержать стресс-сценарии по ставке и срокам.

Продолжительный период жёсткой денежно-кредитной политики показал имеющуюся структурную проблему: проекты, изначально собранные вокруг банковского кредита как основного источника капитала, оказались наиболее уязвимыми. Высокая стоимость и относительно короткая срочность банковского долга вступают в прямое противоречие с природой инфраструктурных активов, денежный поток которых разворачивается на горизонте 10-20, а иногда и более лет.

В таких условиях возрастает роль не только альтернативных финансовых инструментов, но и стратегических внешних инвесторов, готовых входить в проекты с собственным капиталом, технологиями и операционной экспертизой. Сделки с участием DP World в портовой инфраструктуре или модель проектов Росатома, в которых публичная сторона привлекает крупного отраслевого партнера-сооператора, представляют наибольший интерес. Участие стратегического инвестора одновременно снижает зависимость проекта от внутреннего долгового рынка и усиливает его операционную состоятельность.

Главным источником проектного риска становится рост совокупной себестоимости, не только расходов на строительные материалы. Для концессионного проекта важны оборудование, импортозамещение, логистика, подрядные мощности, технологические решения, подключение, земельные и градостроительные ограничения.

Ошибки в CAPEX на ранней стадии уже невозможно безболезненно исправить после подписания соглашения. Выход проекта в конкурс с недооценённой сметой далее превращается либо в конфликт сторон, либо в запрос на дополнительную бюджетную поддержку, либо выливается в ухудшение качества или в риск срыва сроков.

Следовательно, в условиях инвестиционной инфляции и роста стоимости реализации необходимы:

- ▶ более глубокая предпроектная подготовка;
- ▶ независимая проверка смет;
- ▶ стресс-тесты стоимости и сроков;
- ▶ более ранний диалог с подрядным и финансовым рынком;
- ▶ механизмы контрактной адаптации к объективным изменениям стоимости, но без снятия ответственности с инвестора и подрядчика.

Важно отметить, что ГЧП не существует отдельно от общего рынка капитала. Инвестор, банк и оператор сравнивают концессионный проект с альтернативными возможностями размещения капитала. В условиях высокой доходности безрисковых и квазирисковых инструментов инфраструктурная сделка должна быть особенно убедительной.

Общий инвестиционный фон поменялся. Инвестор стал менее терпим к неопределённости. Наличие интереса со стороны отрасли недостаточно — требуется понятный риск-профиль. Публичная значимость проекта сама по себе не делает его привлекательным для инвесторов. Поэтому проекты с неясным спросом, слабой подготовкой земли, неопределённой тарифной логикой или размытыми обязательствами публичной стороны будут откладываться.

Концессия больше не может рассчитывать на капитал только потому, что объект нужен региону. Капитал приходит туда, где общественная потребность переведена в проверяемую инвестиционную модель: с понятным спросом, реалистичным CAPEX, юридически обеспеченными обязательствами публичной стороны и профессиональным оператором.

В результате следующая модель ГЧП должна быть не просто юридической схемой, а полноценной инвестиционной архитектурой. Она должна заранее отвечать на вопросы: кто платит, за что платит, когда возникает денежный поток, кто несёт ключевые риски, как проект проходит стресс-сценарии, кто может рефинансировать проект после строительной фазы.

НОВАЯ МОДЕЛЬ ГЧП ДОЛЖНА ФОКУСИРОВАТЬСЯ НА СЛЕДУЮЩИХ НАПРАВЛЕНИЯХ:

1. От отдельных проектов — к управляемому pipeline (портфелю проектов)

Нужно переходить от разрозненных инициатив к портфелям проектов, ранжированных по зрелости, бюджетной нагрузке, отраслевому эффекту и инвестиционной реализуемости. Особенно важно для регионов формировать линейку проектов, прошедших первичный фильтр по спросу, земле, CAPEX, тарифу и источникам платежа.

2. От бюджетной поддержки — к бюджетному рычагу

Бюджет должен использоваться как средство повышения инвестиционной пригодности, но не как замена частного капитала. Центр тяжести смещается от субсидирования процентной ставки к капитальному гранту, размер которого определяется приростом бюджетных поступлений от проекта. Поддержка должна быть адресной, измеримой и привязанной к конкретным ограничениям проекта.

3. От банковского долга — к смешанной структуре капитала

Для длинной инфраструктуры одной банковской модели недостаточно. Необходима комбинация банковского кредита, облигационных инструментов, фондовых структур, институционального капитала, рефинансирования после ввода объекта, а также прямого участия стратегических инвесторов.

4. От типового соглашения — к матрице рисков

Качество соглашения определяется в первую очередь ясностью распределения рисков: земли, подключения, CAPEX, спроса, тарифа, ставки, валютной или технологической составляющей, регуляторных изменений.

5. От конкурса как начала процесса — к конкурсу как финальной проверке

Конкурс должен быть результатом уже проведённой инвестиционной подготовки. К моменту конкурса проект должен иметь понятную финансовую модель, позицию по земле и разрешениям, проверенный CAPEX, предварительно протестированную банковскую приемлемость и реалистичный механизм платежей.

Рынок ГЧП 2026-2030 гг. станет более зрелым и более требовательным. Количество формально иницируемых проектов может быть большим, но проходить до финансового закрытия будут только подготовленные. Возрастет роль федеральной и региональной приоритизации. Усилится значение проектных офисов и отраслевой экспертизы. Банки будут входить в проекты раньше, но требовать большей определённости. Инвесторы будут специализироваться по сегментам, а не участвовать во всех конкурсах подряд. Публичная сторона будет оценивать не только объём частных инвестиций, но и полную стоимость обязательств на жизненном цикле проекта.

В следующем цикле зрелость рынка будет измеряться не числом объявленных инициатив и даже не количеством подписанных соглашений, а долей проектов, которые дошли до финансового закрытия, были построены в прогнозном CAPEX, вышли на плановые показатели и не потребовали экстренной бюджетной перенастройки.

Таким образом, классическая модель ГЧП исчерпана в той мере, в какой она предполагала, что сложный инфраструктурный проект можно собрать вокруг стандартного соглашения, банковского кредита и последующей бюджетной настройки. В условиях 2026-2030 годов этого уже недостаточно.

Будущее ГЧП — не в замене бюджета частными деньгами, а в создании проектов, где публичный интерес, частный капитал и операционная эффективность соединены в устойчивую инвестиционную конструкцию. Именно способность создавать такие конструкции станет главным отличием следующего этапа рынка концессий и ГЧП в России.

Новые механизмы финансирования инфраструктурных проектов



ЦФА в инфраструктуре

Как ЦФА переформируют финансирование инфраструктуры

Рынок ЦФА в 2025–2026 годах перешёл из фазы экспериментов к процессу по разработке сложных структурных продуктов и пилотам в инфраструктурных выпусках. Ниже — о том, как цифровые активы могут конкурировать с облигациями в борьбе с «болезнью длинных денег» в ГЧП, какие барьеры видят участники рынка и какие конструкции открывают инфраструктурный рынок.

■ БИЗНЕС ВЫБИРАЕТ ЦИФРУ

Статус цифровых финансовых активов (ЦФА) закреплён ФЗ № 259-ФЗ (2020): это цифровые права, выпуск и учёт которых идёт на блокчейне через оператора информационной системы (ОИС). Основой инструмента служит **смарт-контракт** — программный код, автоматически исполняющий выпуск, обращение и погашение. Он фиксирует права участников, обеспечивает прозрачность и даёт относительную возможность регулировать риски неисполнения обязательств.

Главное преимущество — гибкость. Токенизировать можно практически любой актив: долг, доли в капитале, драгметаллы, сырьё, недвижимость, права на будущие услуги. Если облигационный выпуск занимает месяцы и требует депозитариев, регистраторов, биржи, то эмиссия ЦФА на ОИС реализуется за несколько дней. Это существенно снижает издержки эмитента и открывает сверхкороткие сроки привлечения, ранее экономически нецелесообразные.

Рынок растёт экспоненциально: по итогам 2025 года совокупный объём размещённых ЦФА достиг 1,65 трлн руб., 98% выпусков — долговые. Число выпусков выросло на 127% г/г — до 1615. 161 компания в 2025 г. впервые вышла на рынок ЦФА, минуя биржевые облигации; на лицензированных платформах зарегистрировано около 800 тыс. активных пользователей.

■ ОТ «УМНЫХ» КОНТРАКТОВ — К ЦИФРОВОМУ IPO

К весне 2026 года рынок завершил стадию апробации и перешёл к индустриальному масштабированию — стандартизации процессов и притоку институционального капитала. Анкетирование ОИС «Эксперт РА» допускает рост первичных размещений в 2026 году до 1,5–2 трлн руб., среднесрочные экспертные оценки допускают 3 трлн к 2026 году и порядка 10 трлн к 2030 году.

Вектор развития смещается от простых долговых выпусков к структурным продуктам. Смарт-контракты «упаковывают» многоуровневые финансовые стратегии, которые в классическом исполнении требовали десятков посредников: доходность, привязанная к индексам, сырьевым ценам и валютным корзинам, автоматическое распределение выплат, неизменность условий сделки. ЦФА становятся фундаментом токенизированных экосистем, в которых управление ликвидностью и трансграничные расчёты идут в едином защищённом контуре.

На фоне роста общего рынка реализованных инфраструктурных проектов с привлечением финансирования через ЦФА нет. Рынок пока не может стать полноценной альтернативой облигациям для длинных капиталоемких проектов: на текущий момент у квалифицированных инвесторов реалистично привлечь 1–2 млрд руб. на 2–3 года, тогда как концессии требуют в среднем от 5 млрд руб. и горизонта 10–15 лет. Именно здесь возникают несоответствия со сложившейся на рынке практикой.

РЕГУЛЯТОРНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ

Ключевая проблема — налоговая неурегулированность.

Операции с ЦФА учитываются в отдельной налоговой базе: компании не могут сальдировать убытки по цифровым активам с доходами от основной деятельности. Законы конца 2025 г. фактически уравнили «долговые ЦФА» с облигациями, но поправки в Налоговый кодекс затягиваются. Не менее острый вопрос — исчисление НДС по гибридным выпускам, погашаемым товарами или услугами.

Второй барьер — сложности с использованием ЦФА в ГЧП. Классическое ГЧП ориентировано на долгосрочное проектное финансирование через SPV, рынок ЦФА — на корпоративное кредитование. Рынок пока не имеет концессий, в которых ЦФА прошли бы весь жизненный цикл: без прецедентов не складывается стандартная документация по включению ЦФА в пакет обеспечения, соглашениям о прямых договорах и механизму передачи долей/контроля по проекту. Как подчёркивает председатель правления АИИК Игорь Коваль, ЦФА — не панацея, а дополнительный механизм проектного финансирования после донастройки регулирования.

Третий барьер — регуляторные фильтры при допуске неквалифицированных инвесторов к сложным цифровым продуктам. Участие «неквалифицированных инвесторов» в подобных проектах жёстко ограничено рамками Указания 7176-У; альтернативой может стать выделение для них отдельной категории инструментов, что требует создания дополнительных регуляторных шлюзов.

Наиболее перспективны ЦФА в некапиталоемких IT-проектах ГЧП с коротким сроком реализации (кадастр, IT-решения в ЖКХ) и некапиталоемких ЖКХ-проектах. Не устоялась и судебная практика по залогу прав по ЦФА как полноценного обеспечения — банки предпочитают залог 100% доли в SPV.

ИНФРАСТРУКТУРНЫЙ РЫВОК

Инфраструктурные компании уже перешли к практическому тестированию ЦФА. Группа «Нацпроектстрой» в 2025 г. осуществила тестовые выпуски объёмом 2 млрд руб.; спрос инвесторов существенно превысил предложение. Номинал выпуска «НПС Купон» — от 1000 руб., плавающий купон «КС + 2,025%» открыли розничный канал инвестиций в инфраструктуру.

Для ГЧП прорабатываются четыре базовые конструкции:

- ▶ ЦФА на денежные требования — цифровая облигация SPV с расчётами T+0 и купоном, привязанным к КС и KPI объекта;
- ▶ гибридные ЦФА (Utility + Debt) с утилитарным правом (приоритетный проезд, место в социальном объекте), снижающие риск недозагрузки;
- ▶ товарные УЦП — ресурсный токен в коммунальной концессии;
- ▶ токенизированный CAPEX — субординированные облигации институтов развития взамен капитального гранта.

Наиболее реалистичная точка входа ЦФА в проектное финансирование ГЧП — привлечение младшего (субординированного) долга на наиболее рисковый транш. Старший банковский кредит закрывает CAPEX и стройку под залог денежных потоков и 100% доли в SPV; ниша, где банки требуют максимальную премию или отказываются от участия, — финансирование OPEX на выходе на эксплуатацию, формирование и пополнение DSRA, обслуживание процентов по старшему долгу на инвестфазе и иные затраты SPV. Этот «второй этаж» может закрываться выпуском ЦФА: субординированные облигации с отсрочкой купона, выплатами cash sweep¹ после старшего и привязкой доходности к KPI. Эмитент получает разгрузку собственного капитала, инвестор — повышенную доходность под триггеры смарт-контракта, банк-кредитор — «подушку» младшего долга.

Объединяющий механизм всех конструкций — номинальный счёт ОИС в банке и смарт-контракт в роли казначея: OPEX → купоны старшим → KPI-купоны мезонину по данным оракула → DSRA → выплаты концеденту при превышении IRR.

Согласно ФЗ-259, смарт-контракт — форма исполнения обязательств: концессионное соглашение остаётся базисом, замену концессионера при дефолте сохраняет процедура 224-ФЗ с регистрацией в Росреестре.

Для рывка нужен «пилот-маяк» федерального уровня — концессия полного цикла с ЦФА в основе структуры. Секьюритизация потоков десятков небольших ГЧП (ФОКов, бассейнов, локальных сетей теплоснабжения) в единый ЦФА-портфель способна сформировать рынок, сопоставимый с ипотечным. Это часть пакета мер меморандума АИИК²: по мере выравнивания налогового режима, закрепления залоговых стандартов и формирования вторичного рынка ЦФА займут нишу между банковским кредитом и облигациями как полноправный инструмент финансирования российской инфраструктуры.

¹ **Cash sweep в кредитовании** — это финансовый механизм, при котором все свободные денежные средства заёмщика, оставшиеся после покрытия операционных расходов и обслуживания долга, автоматически направляются на погашение существующего долга.

² Меморандум АИИК о системных мерах по увеличению внебюджетного финансирования инфраструктуры (РСПП, 19.02.2026). См. asiic.ru; kommersant.ru.

ЦФА как перспективный механизм привлечения внебюджетного финансирования в инфраструктурные проекты

Цифровыми финансовыми активами (ЦФА) в соответствии с ч. 2 ст. 1 Федерального закона от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Закон о ЦФА) признаются цифровые права, которые могут представлять собой денежное требование, право на долю в капитале, права по ценным бумагам или право на их получение. ЦФА являются цифровым аналогом традиционных финансовых инструментов, таких как облигации, однако имеют как технические, так и сущностные особенности.



Игорь Коваль

Председатель
Правления АИИК,
первый заместитель
председателя правления
по инвестиционной
политике ГК «Автодор»

ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ЦФА

21 апреля 2026 года принят в первом чтении законопроект № 1194918-8, согласно которому с 1 июля 2026 года выпуск ЦФА возможен только через цифровой депозитарий (оператор размещения должен иметь этот статус), с более строгими требованиями к капиталу и системе управления рисками. Ожидается, что закон вступит в силу с 1 июля 2026 года. Для действующих операторов предусмотрен переходный период до 1 июля 2029 года.

Переход прав осуществляется путём перерегистрации записи в системе без составления отдельного договора, что позволяет ускорить и удешевить вторичные сделки. Вместе с тем вторичный рынок ЦФА на сегодняшний день характеризуется низкой ликвидностью ввиду краткосрочного характера обращения большинства выпусков.

ЦФА отличаются от бездокументарных ценных бумаг методом правового регулирования: для ценных бумаг — дозволительный метод (стороны ограничены в определении условий выпуска), для ЦФА — разрешительный метод (законодательство определяет только процедуру выпуска и раскрытия информации), что отвечает текущей макроэкономической ситуации, которая требует инновационных подходов и механизмов привлечения финансирования: традиционные источники финансирования с трудом покрывают растущий дефицит внебюджетных средств.

Рынок ЦФА начал формироваться в РФ в 2022 году. По данным Банка России, в 2025 году привлечено 1,7 трлн рублей, за 4 года — более 2,3 трлн рублей, что составляет около 8% от объёма рынка корпоративных облигаций (30 трлн рублей).

ПЕРВЫЕ ПИЛОТЫ В ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТАХ

Госкомпания «Автодор» совместно с крупнейшими банками (Альфа-Банк, Сбербанк — члены АИИК) подготовила предложения по привлечению внебюджетного финансирования через выпуск ЦФА для автодорожных концессионных проектов.

Суть предложений заключается в финансировании строительства автодорожных концессионных проектов за счёт комбинации традиционного банковского кредита по рыночной ставке и выпуска ЦФА, по стоимости не выше ключевой ставки ЦБ или с премией не более 1% на инвестиционной стадии, с возможностью последующего выкупа ЦФА после выхода проекта на эксплуатационную стадию.

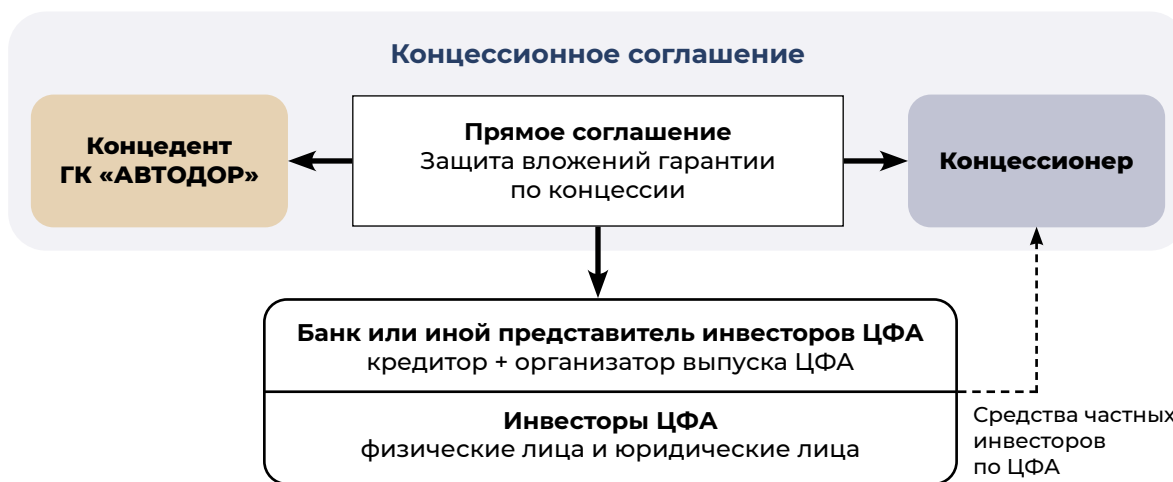
Выпуск ЦФА предлагается осуществлять через финансирующую организацию или СФО.

Преимуществами такого инструмента для физических лиц являются:

- ▶ **высокая надёжность:** ЦФА, финансирующие федеральные концессионные проекты, являются инструментом с суверенным уровнем риска. Это обеспечивается наличием т.н. прямого соглашения, в соответствии с которым при дефолте проекта концедент (Российская Федерация) обеспечивает возврат привлечённых заёмных инвестиций в полном объёме. В этом отношении такие инфраструктурные ЦФА выигрывают даже у банковских депозитов, в отношении которых гарантии АСВ ограничены суммой в 1,4 млн рублей;
- ▶ **наличие вторичного рынка:** ЦФА, в отличие от депозитов, являются оборотоспособным инструментом. При необходимости владелец может его продать и выйти из инвестиций без потери накопленного дохода. Безусловно, возможность продажи ЦФА не гарантирована юридически, поэтому требуется наличие маркет-мейкеров, а также косвенные меры поддержки инфраструктурных ЦФА со стороны Банка России (например, аналог операций РЕПО с такими инструментами);
- ▶ **фиксация доходности:** не секрет, что при снижении ключевой ставки Банка России снижается и доходность по депозитам. При этом чем дольше срок депозита, тем ниже предлагаемая банками доходность. Инфраструктурные ЦФА могут обеспечить физическим лицам получение доходности на уровне ключевой ставки на среднесрочный период (1–3 и в перспективе более лет).

На сегодняшний день Госкомпания «Автодор» направила в Минтранс России планы мероприятий по формированию механизма реализации концессионных проектов с привлечением ЦФА и по подготовке концессионного соглашения «дублёр Щёлковского шоссе» с привлечением ЦФА.

Предполагаемая структура реализации



■ БАРЬЕРЫ: НЕТ ЗАВЕРШЁННЫХ ГЧП-СДЕЛОК, НАЛОГОВАЯ НЕУРЕГУЛИРОВАННОСТЬ

Несмотря на свой потенциал, использование ЦФА для долгосрочных инфраструктурных проектов сталкивается с препятствиями. В связи с этим по состоянию на 2026 год крупных сделок в формате концессии или ГЧП с применением ЦФА не зафиксировано.

На сегодняшний день использование ЦФА для финансирования инфраструктурных проектов, в том числе автодорожных, сопряжено с рисками, связанными с тем, что объёмы отдельных выпусков ЦФА, как правило, значительно ниже требуемого объёма внебюджетных инвестиций для инфраструктурных проектов, срок обращения ЦФА (в среднем — один год) существенно короче сроков привлечения заёмного финансирования, а стоимость остаётся высокой в сравнении с традиционными формами финансирования.

Таким образом, ЦФА в качестве аналога пока не являются полноценным инструментом проектного финансирования и могут рассматриваться только как источник краткосрочного фондирования.

В качестве мер по увеличению объёма рынка ЦФА в первую очередь требуется совершенствование налогового законодательства. В частности, необходимо:

- ▶ обеспечить возможность эмитентам ЦФА учитывать проценты по ЦФА в общей налоговой базе по налогу на прибыль;
- ▶ предусмотреть льготную ставку НДС или налоговые вычеты для инвесторов в инфраструктурные ЦФА;
- ▶ снизить ставку налога на прибыль для инвесторов, вкладывающихся в инфраструктурные ЦФА, поскольку из-за разницы в ставках (для ЦФА — 25%, для облигаций — 20%) ЦФА становятся с налоговой точки зрения менее эффективными для инвестора, чем традиционные облигации.

Также для достижения целевых показателей объёма ЦФА для финансирования инфраструктурных проектов, потребуется увеличить доступность ЦФА за счёт:

- ▶ включения ЦФА в состав активов акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов, с последующей проработкой вопроса включения ЦФА в состав активов негосударственных пенсионных фондов;
- ▶ снятия ограничений для неквалифицированных инвесторов на покупку ЦФА размер дохода, по которым зависит от ключевой ставки Банка России (на текущий момент — лимитом в размере 600 тыс. рублей в год и сроком обращения 1 год);
- ▶ допуска СФО к сделкам в качестве эмитента и инвестора по ЦФА.

С учётом указанных мер, для финансирования капиталоемких проектов потребуется снизить стоимость ЦФА и создать условия, при которых ЦФА будут являться для населения функциональной альтернативы банковским депозитам, в том числе за счёт:

- ▶ обеспечения суверенного уровня риска по ЦФА за счёт привлечения средств населения в федеральные концессионные проекты, реализуемые Российской Федерацией в качестве концедента, заёмное финансирование по которым обеспечено гарантиями возврата со стороны концедента;
- ▶ обеспечения ликвидности ЦФА через гарантированную возможность обратного выкупа банком или иными инвесторами (вторичный рынок ЦФА с наличием маркетмейкера), с дальнейшей возможностью рассмотрения вопроса включения инфраструктурных ЦФА в высоколиквидные активы (ВЛА-2, Уровень-1) в нормативных актах Банка России;
- ▶ изменение норм фондирования и резервирования для банков-эмитентов, выпустивших ЦФА.

Цифровые права и цифровые финансовые активы как способ финансирования концессий и ГЧП

Рынок цифровых финансовых активов (ЦФА), несмотря на различные законодательные ограничения и барьеры, развивается «вопреки». Так, рынок ЦФА преодолел отметку 2 трлн рублей с момента своего старта, проникнув в разном объёме практически во все сектора экономики — от продуктового ритейла и производства матрасов до атомной промышленности, машиностроения и недвижимости. Инструменты находят спрос как среди эмитентов, рассматривающих различные источники альтернативного финансирования, так и среди инвесторов, заинтересованных в повышенной доходности, поиске альтернатив депозитам и другим инструментам денежного рынка. При этом стоит отметить, что на рынок пока не вышли полноценно институциональные инвесторы — кредитные организации, страховые компании, управляющие компании, НПФ, институты развития. Текущий рынок — это рынок коротких денег, сформированный в основном розничными инвесторами и очень ограниченно — всеми остальными категориями участников.



Александр Кижло

Член Правления АИИК,
руководитель дирекции
проектов государственно-
частного партнёрства
АО «Альфа-Банк»



Денис Додон

Руководитель
дирекции развития
цифровых финансовых
продуктов и инноваций
АО «Альфа-Банк»

Рынок регулируемых токенизированных активов всех типов (депозитов, денежных требований, товарных групп) движется очень поступательно. Однако надо заметить, что ключевым сдерживающим фактором на всем протяжении был именно налоговый вопрос — учёт процентных результатов эмитента в общей базе расходов. Вопрос простой и понятный, но именно он не даёт войти на рынок крупному отраслевому бизнесу, крайне осторожно относящемуся к вопросам учёта.

Рынок концессий не является исключением. Для того чтобы приучить рынок инвестировать, рассматривать иные формы вложений, чем просто депозиты, получать повышенный доход, необходимо устранить два барьера — решить налоговый вопрос и дать «оптовым» деньгам выход на рынок (институциональные инвесторы).

Особенность концессий и ГЧП — это в первую очередь длинные сроки финансирования, которых нет пока на рынке ЦФА: вторичный рынок в процессе формирования, а для институционалов правила игры не прописаны. При этом также не совсем корректно считать, что сформированные депозиты физических лиц у банков — свободная ликвидность: именно за счёт этих средств формируется активная часть балансов банков, т.к. рынок Российской Федерации — в основном банковский рынок, а не рынок капиталов и активных инвесторов.



Как подойти к рынку концессий и ГЧП практически?

Первое — качественный кредитный риск эмитента и структура гарантий и обеспечений вокруг него. Высокий рейтинг, поручительства и гарантии (также в формате ЦФА): банки могут давать синдицированные и индивидуальные гарантии за эмитента, а институты развития могут давать поручительства.

Второе: структура денег может и должна быть комбинированной — розничные инвесторы, институциональные инвесторы, которые также могут быть в роли маркетмейкеров с целью повышения интереса розничных инвесторов входить на длинные сроки с возможностью моментального выхода, чтобы инструмент давал повышенную относительно депозита доходность, но и выход из него был как из депозита — моментально и без существенной потери процентов и номинальной стоимости активов. Оба фактора (кредитный риск эмитента и ликвидность) входят в категорию защиты прав инвесторов, особенно неквалифицированных, которые не будут читать концессионную документацию на 100+ листов, но должны быть уверены в возвратности, возможности выйти из инструмента (превратить его в деньги для реинвестирования). Для этого нужно повышать доверие на рынке, а это ответственность эмитентов и регулируемых институциональных игроков, которые формируют структуру продукта для конечного пользователя, защиту его прав и интересов. **Отсутствие доверия — ключевая причина торможения рынка капиталов**, именно поэтому деньги — на депозитах в банках, и оно же будет «тормозящим фактором» на рынке длинных концессионных денег.

Исходим из предпосылки, что «коллективный регулятор» (Банк России, Министерство финансов и другие) услышал рынок, внёс необходимые поправки — и ничего не мешает, чтобы создавать такие продукты для эмитентов и инвесторов.

Понимая, что ЦФА — новый инструмент для рынка ГЧП, рассчитывать сразу на большие и долгосрочные объёмы привлечения инвестиций (как, например, при размещении облигаций) было бы слишком оптимистично. Правильнее ориентироваться на размещения в объёме 1,5-4 млрд руб. с горизонтом 1,5-3 года для первых пилотов. Этого было бы достаточно для потребностей, например, для стадии проектирования. В дальнейшем, после настройки нормативной базы и гармонизации с ожиданиями инвесторов, эти показатели могут кратно расти год к году. С предлагаемой к рассмотрению стратегической целью привлечения с депозитного рынка 10 трлн рублей в концессионные проекты и ГЧП через цифровые финансовые активы — иначе не интересно и «не осязаемо» ни эмитентами, ни регуляторами, для которых также важен эффект масштаба.

Важно: концессии и ГЧП — целевые деньги, а значит, банковское сопровождение контрактов, контроль целевого потребления капитала также являются инструментами защиты прав инвесторов.

Таким образом, деньги от инвесторов переходят эмитентам под полный контроль банков (по аналогии с проектным жилищным финансированием и эскроу-счётами). Инфраструктура «подкапотная» для инвесторов, которые не должны думать, что средства пойдут не по назначению: они покупают доходность и ликвидность.

Вопрос доверия — ключевой. В этих проектах не может быть ни одного нецелевого рубля. Корпоративный рынок должен постепенно прийти в область ежедневного закрытия балансов с публикацией результатов отчётности в режиме реального времени, и рынок концессий и ГЧП должен заложить эти основы. На сегодняшний день нет никаких технологических ограничений, почему это не может работать. По сути, это структурный сдвиг парадигмы инвестирования, раскрытия информации.

Цифровой, токенизированный инструмент, будь то денежное требование (цифровая облигация), дисконтированный денежный проект от будущего проекта, гибридный инструмент, предоставляющий возможность часть инвестиций забрать товаром или услугой, намного мобильнее любого другого существующего инструмента в традиционной форме. Его можно заложить, продать, обменять в несколько кликов.

На рынке складывается тренд в сторону упрощения операций для инвестора, и предлагаемые инструменты могут дать такой комфорт

Токенизация меняет облик и форму финансового рынка, не подменяя содержание инструментов, спрямляя движение денег от инвесторов к эмитенту и не исключая из этого уравнения банки, выполняющие контролирующие функции. ГЧП и концессии, а также коммерческое строительство представляются максимально правильными для целей внедрения в них всего инструментария цифровых финансов — от цифровых финансовых активов до онлайн-отчётов по целевому движению проектных денег, чтобы инвесторы понимали, куда потрачен рубль и когда поедет первый автомобиль по платной дороге, являющейся источником погашения. Связка всех этих инструментов даст комфорт и уверенность инвесторам без утяжеления их опыта в части прочтения многостраничных концессионных соглашений, разбора первичных документов, в которых они не хотят разбираться (но всегда должны иметь возможность это увидеть). Практика последних лет показывает, что именно отсроченный контроль, раскрытие раз в квартал, раз в полгода или в год, а не в режиме реального времени, создают проблемные задолженности и подрывают интерес инвесторов к приобретению инструментов.

С момента старта рынка обращения цифровых финансовых инструментов прошло чуть больше 5 лет. В нем пока ещё нет существенных триллионных оборотов реального сектора, но он явным образом показал, как должна работать инфраструктура, хотя пока ещё не набрал полную силу. Помимо его собственных проблем, мешают налоговые барьеры, отсутствие возможности делать секьюритизацию с баланса кредитных организаций, чтобы через себя пускать в проекты инвесторов, а также отсутствие институционального рынка для оптовых длинных денег. Связка инвестиций, контроля за целевым использованием денежных средств, моментального раскрытия информации эмитентами по своим проектам создадут базу для доверия этому рынку.

Нельзя не сказать про токенизированные расчёты: практика международного рынка показывает, что, если созданы токенизированные цифровые инвестиционные инструменты, должны быть созданы и токенизированные денежные инструменты для расчётов за эти инструменты (стейблкоины), которые должны нативно связывать рынок финансовых инструментов и расчётов. Регулятор придёт к этому эволюционно, но лучше раньше, чтобы полноценно внедрять это в цифровую повестку. ГЧП и концессии могут стать ключевым драйвером таких изменений и заложить практику для всего остального рынка.

ЦФА в инфраструктуре: новый источник капитала или эксперимент на будущее

Российский рынок капитала переживает структурную трансформацию. С одной стороны, масштабные инфраструктурные проекты создают запрос на значительный объём внебюджетного финансирования. Объём потребности в развитии только транспортной инфраструктуры до 2030 г. оценивается в более, чем 10 трлн. Руб., в то время как полный спектр потребностей инфраструктурного развития страны в этот период составляет свыше 30 трлн. Руб. С другой стороны, традиционный источник длинных денег — банковские кредиты — находится под существенным регуляторным давлением: сдерживая инфляцию, Банк России вынужден ограничивать кредитование через ужесточение нормативов достаточности капитала. Формируется естественный запрос на альтернативные инструменты, способные диверсифицировать каналы привлечения капитала. Одним из наиболее обсуждаемых инструментов стали цифровые финансовые активы.



Анна Багинская

Член Экспертного совета
АИИК, управляющий
директор — руководитель
Центра ГЧП
ПАО «Сбербанк»

Количественные показатели рынка ЦФА демонстрируют взрывной рост. Цифровой процесс эмиссии и отсутствие развитого регулирования позволяют эмитентам в считанные дни выходить на рынки капиталов и привлекать финансирование. Вместе с тем отсутствие нормативных требований к кредитному качеству такого актива влечёт необходимость компенсации риска за счёт повышенной доходности и ограничивает круг инвесторов, которые могут такой риск принимать — розничные неквалифицированные инвесторы вправе приобрести ЦФА в объёме не более 600 тыс. руб. в течение года.

Таким образом **рынок ЦФА преимущественно нацелен на краткосрочное финансирование.** По экономической сути большинство выпусков — это аналоги краткосрочных корпоративных облигаций. Пока на рынке преобладают выпуски со сроками

погашения от одного до трёх месяцев, а эмитентами выступают главным образом действующие предприятия пищевой промышленности, девелоперы и IT-компании. Инфраструктурные проекты в этом перечне практически отсутствуют, а выпусков проектной компанией с «нулевым» балансом пока на рынке не было. Кроме того, в 2025 году были зафиксированы первые дефолты по ЦФА: 11 эмитентов не выполнили обязательства. Это формирует насторожённое отношение инвесторов к инструменту, который пока не обрёл полноценную регуляторную защиту.

Центральный банк, как регулятор рынка, также определяет ЦФА как специализированный инструмент для краткосрочного финансирования, а не как прямую замену традиционных долговых инструментов, подчёркивая, что преобладание коротких выпусков — не техническое ограничение, а логика рынка, где ЦФА используются прежде всего для оперативного управления ликвидностью. Соответственно, на данный момент ЦФА не рассматривается регулятором как полноценный механизм привлечения незащищённых средств физиков для проектного финансирования, что создаёт определённые ограничения для их применения в инфраструктурных проектах со сложной структурой финансирования и длительными циклами возврата инвестиций.

Вместе с тем **ЦФА способны занять промежуточную нишу в структуре источников финансирования между младшим акционерным траншем и старшим долгом кредиторов.** Для ряда инфраструктурных проектов это может быть привлекательным, особенно на ранних стадиях запуска в виде аналога бридж-финансирования, когда акционерные источники уже исчерпаны, а отлагательные условия для раскрытия банковского финансирования ещё не выполнены.

Таким образом, **ЦФА — это скорее дополнение к существующему инструментарию, а не замена классических механизмов проектного финансирования.** Инфраструктурные проекты по-прежнему будут опираться на банковское кредитование и облигационные займы, а цифровым активам на первом этапе предстоит занять нишу быстрого бридж-финансирования с полноценным регрессом на финансово устойчивый корпоративный уровень. По мере совершенствования регулирования и апробирования инструмента рынком можно ожидать постепенного роста их роли в этом сегменте, но до статуса полноценного источника им предстоит пройти немалый путь.

Концессионные облигации: новый класс активов?

Рынок облигаций в России растёт опережающими темпами: совокупный объём бумаг в обращении превысил 70 трлн руб., увеличившись за год почти на четверть. Не только институциональные, но и частные инвесторы все увереннее рассматривают облигации как полноценный инструмент сбережений. Однако этот масштабный ресурс пока слабо связан с финансированием реальной инфраструктуры, предпочтение по-прежнему на стороне ОФЗ и корпоративных выпусков.



Мария Скрыбина

Член Экспертного совета
АИИК, главный методолог
АНО «Развивай.РФ»
(группа ВЭБ)

Потребность в новой инфраструктуре сегодня измеряется десятками трлн руб. С учётом приоритетов бюджетных расходов ключевую роль в этом призваны сыграть инструменты ГЧП. По экспертным оценкам, прогноз потребности во внебюджетном финансировании инфраструктуры, создаваемой через механизмы ГЧП, до 2040 года составляет около 26 трлн руб.

Модель, разработанная ВЭБ.РФ совместно с Развивай.РФ во исполнение поручения Президента РФ, предусматривает двухэтапный подход к финансированию инфраструктурного проекта. На стадии строительства финансирование предоставляют коммерческие банки на принципах проектного финансирования. Они обладают необходимой экспертизой для управления строительными рисками и контроля

целевого использования средств. После завершения стройки, когда объект начинает приносить устойчивый денежный поток, открывается возможность рефинансирования через публичный рынок. Задолженность перед первоначальным кредитором погашается и замещается средствами рыночных инвесторов с использованием механизма секьюритизации. Размещение облигаций осуществляет СФО³.

Облигации обеспечиваются залогом прав требования по кредитному соглашению, которое, в свою очередь, обеспечено потоками проекта и концедентом. Прямое соглашение СФО с концедентом и залог всех денежных прав по концессии в пользу СФО формируют защитную конструкцию. При досрочном расторжении концессии предусмотрена компенсация в объёме не менее задолженности перед СФО. Таким образом, конечный риск по бумаге закрывается публичной стороной.

■ ЧТО ДЕЛАЕТ КОНЦЕССИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ НОВЫМ КЛАССОМ?

Новизна предлагаемого подхода — не в появлении ещё одного наименования для долговых бумаг, а в уникальном сочетании элементов, которое отличает концессионные облигации от всех ранее размещавшихся в рамках проектов ГЧП.

Это сочетание возникает при одновременном выполнении трёх условий:

- ▶ размещение облигаций после завершения строительного этапа, когда **все строительные риски уже пройдены**. Модель впервые предлагает системный подход к инструментам финансирования в зависимости от фазы реализации проекта и характерного для неё профиля риска;
- ▶ наличие компенсации концедента при досрочном расторжении концессии. Модель описывает ключевые условия концессионного и прямого соглашений, необходимые для обеспечения возвратности привлечённого финансирования. **Стандартизированные механизмы защиты**, предусмотренные Моделью, повышают предсказуемость инструмента для рынка;
- ▶ применение классической секьюритизации в отношении требования по **единственному инфраструктурному проекту**, а не пула требований. В основе лежит конкретный проект, реализуемый с участием концедента, обладающего высоким кредитным рейтингом. Участие originатора, принимающего на себя часть кредитного риска, укрепляет надёжность конструкции для владельцев облигаций.

³ Специализированное финансовое общество, создаваемое в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (Закон о рынке ценных бумаг).

Иными словами, концессионные облигации сочетают элементы проектного финансирования, секьюритизации и трансформации кредитного риска концессионера в риск концедента. Данная комбинация создаёт возможность присваивать этим бумагам рейтинг, сопоставимый с рейтингом концедента без квалификации выпуска в качестве структурированного финансирования (.sf).

■ ПРАВОВАЯ ОБОЛОЧКА: УЖЕ СЕГОДНЯ

Чтобы оценить новизну инструмента, важно отделить его от смежных типов облигаций.

Облигации концессионера — это бумаги, эмитентом которых выступает сам концессионер. Они размещаются, как правило, на этапе строительства и отражают полный проектный риск: инвестор принимает на себя и строительную фазу, и риск выхода объекта на плановую мощность.

Инфраструктурные облигации по смыслу Стандарта эмиссии⁴ характеризуются строго целевым использованием средств — они направляются концессионеру на финансирование или рефинансирование расходов по созданию или реконструкции объекта. По сути, это аналог проектного банковского финансирования, только в облигационной форме. Облигации концессионера могут быть инфраструктурными при соблюдении требований Стандарта эмиссии.

Концессионные облигации, предлагаемые Моделью, выпускаются не концессионером, а СФО. Средства от размещения идут не концессионеру на стройку, а на оплату уступки прав требования по уже предоставленному кредиту оригинатору. Таким образом, концессионные облигации, по нашему мнению, представляют собой самостоятельный инструмент, не сводимый к существующим категориям.

С юридической точки зрения концессионные облигации являются облигациями с залоговым обеспечением денежными требованиями — этот институт давно и детально урегулирован Законом о рынке ценных бумаг. Никаких законодательных препятствий для их размещения не существует.

Для системного встраивания данного инструмента в действующее регулирование целесообразно нормативно закрепить характеристики концессионных облигаций как разновидности облигаций с залоговым обеспечением, обеспечивающих надёжность, сопоставимую с ОФЗ, либо унифицировать подход через разъяснения Банка России.

■ ДЛЯ КОГО ЭТОТ ИНСТРУМЕНТ

Концессионные облигации адресованы в первую очередь институциональным инвесторам — негосударственным пенсионным фондам, страховым компаниям, управляющим компаниям инвестиционных фондов. Эти участники рынка нуждаются в длинных инструментах с высоким кредитным качеством и конкурентной доходностью. Модель определяет в качестве целевого ориентира рейтинг «ruAAA» и «ruAA+»: это уровень, при котором НПФ могут инвестировать в бумаги без повышенных портфельных ограничений, установленных регулятором.

■ ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ РЫНКА И ЭКОНОМИКИ

Появление концессионных облигаций способно замкнуть логическую цепочку: банковское проектное финансирование обеспечивает стройку, а публичный рынок долга — длинные деньги для этапа эксплуатации. Одно не заменяет другое, а дополняет, создавая непрерывный цикл финансирования инфраструктуры и высвобождая капитал банков для запуска новых проектов.

Концессионные облигации впервые предлагают инвесторам то, чего рынку не хватало: инструмент, в котором публичный риск соединён с рыночной доходностью, а за бумагой стоит не абстрактный бюджет, а реальная инфраструктура. Для пенсионных накоплений, страховых резервов и частных портфелей это новый способ участвовать в создании национальной инфраструктуры напрямую, прозрачно и на рыночных условиях.

⁴ Положение Банка России от 19.12.2019 № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

Рефинансирование концессионных проектов через облигации: опыт Группы «ВИС»

Группа «ВИС» присутствует на рынке инфраструктуры 26 лет, основной профиль работы — крупные инфраструктурные проекты. Мы отвечаем за их полный жизненный цикл — от структурирования идеи до финансирования, проектирования, строительства и эксплуатации объектов.



Наталья Резниченко

Член Правления АИИК,
генеральный директор
инвестиционного
дивизиона Группы «ВИС»

Одним из самых современных инструментов финансирования создания инфраструктуры является механизм ГЧП и концессий, позволяющий привлечь внебюджетные средства в проект. За время жизненного цикла проектов такие объекты не просто строятся — они начинают работать, приносить значительные экономические эффекты регионам. Это новые рабочие места, развитие территорий, рост производства, сопутствующей инфраструктуры и т.д.

Помимо того, что ГЧП-проекты отвечают задачам привлечения внебюджетного финансирования в инфраструктурные проекты, они также обладают широким набором инструментов для его организации. В зависимости от конкретного проекта может применяться комбинация различных форм финансирования. Это банковские кредиты и акционерные займы, привлечение инструментов мезонинного финансирования, а также облигации.

В условиях роста стоимости банковских средств, ужесточения требований к заёмщикам, а также нестабильности макроэкономической ситуации участники проектов все чаще ищут дополнительные источники «длинных» денег. Облигационный рынок в этом контексте становится стратегическим каналом привлечения капитала. В последние годы Группа «ВИС» активно развивает инструменты рефинансирования ГЧП-проектов, в том числе через выпуск проектных облигаций. Этот механизм способен существенно повысить эффективность инфраструктурных инвестиций в России.

ПРАКТИКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ЧЕРЕЗ ОБЛИГАЦИИ

Стоит отметить, что **рефинансирование концессионного проекта с помощью облигаций — непростая стратегия**. Обычно она направлена на замену привлечённого на этапе строительства банковского долга более дешёвым долгосрочным капиталом после того, как объект введён в эксплуатацию и основные риски позади. Облигации могут предложить более длительные сроки финансирования и, возможно, более низкие ставки, чем банковские кредиты. Однако рефинансирование проекта — это не просто финансовое решение, а переговоры с правительством регионов, в том числе по вопросам одобрения рефинансирования и его условий, выгоды от него, переструктурирования прямого соглашения.

Когда наступает «правильное время» для рефинансирования? Как указано выше, **оптимальное окно для стандартных проектов — после завершения строительства**. Когда объект уже создан, а доходы стабильны в течение 1–2 лет, профиль риска снижается, что позволяет получить самые низкие ставки по облигациям. При этом сохраняется необходимость договориться с банком-кредитором по вопросу штрафов за досрочное погашение кредита.

По такой схеме успешно секьюритизирован один из наших проектов по строительству детских садов на Ямале. После того как объекты были построены и приняты в эксплуатацию, в декабре 2017 г. холдинг одним из первых в стране выпустил ГЧП-облигации на сумму 4 млрд рублей, обеспечением которых являлись обязательства ЯНАО по заключённому ГЧП-соглашению. Такие облигации, с одной стороны, были проданы сторонним инвесторам, включая пенсионные фонды, т.к. структурно представляли собой обычную корпоративную бумагу с рейтингом «ruAA» от Эксперт РА. С другой стороны, облигации не повысили долговую нагрузку региона. Тем самым к финансированию инфраструктурного проекта были привлечены новые инвесторы, которые на ранних стадиях реализации не могли в него войти.

Также мы успешно выпустили социальные облигации на общую сумму 5,7 млрд руб. по проекту создания 12 объектов социальной инфраструктуры в Якутии. Это первый в России выпуск облигаций, прошедший независимую верификацию на соответствие принципам социальных облигаций (SBP) Международной ассоциации рынков капитала (ICMA).

Эти проекты показали, что облигационная модель применима не только в теории, но и в российских условиях, включая регионы с разной инвестиционной спецификой. Фактически речь идёт о формировании нового класса инфраструктурных инструментов, понятных институциональным инвесторам.

Стратегические преимущества

- ▶ Улучшение условий финансирования: доступ к более глубоким рынкам капитала может позволить получить более низкие процентные ставки и более длительные сроки погашения по сравнению с банковскими кредитами.
- ▶ Рост портфеля: освобождение банковских кредитных линий для новых проектов.
- ▶ База инвесторов: ориентация на институциональных инвесторов, которые ищут долгосрочные и стабильные активы.

УСЛОВИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ОБЛИГАЦИОННОГО РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

У нас есть положительная практика рефинансирования ГЧП-проектов через выпуск облигаций, однако приоритетность такой модели необходимо определять индивидуально, руководствуясь спецификой конкретного проекта и условий банковского финансирования.

Для успешного выпуска облигаций на стадии эксплуатации необходимо решить ряд вопросов с финансирующими организациями по снижению/нивелированию штрафных процентов за рефинансирование, чтобы механизм был экономически эффективным.

Также необходимо решение вопросов:

- ✓ стоимости такого финансирования;
- ✓ сроков погашения;
- ✓ в какой год такое рефинансирование будет возможно;
- ✓ распределения финансовых рисков;
- ✓ одобрения правительства;
- ✓ участников такой схемы и др.

Кроме того, необходима единая информационная система поддержки концессионеров — централизованный ресурс, который содержал бы:

- ✓ типовые ошибки и способы их устранения;
- ✓ актуальную судебную практику по ГЧП;
- ✓ разъяснения органов власти;
- ✓ стандартные требования финансирующих организаций.

Создание такой платформы значительно ускорило бы развитие рынка проектных облигаций и снизило издержки участников. Речь идёт не о типовом финансовом решении, а о сложной структурной настройке, где экономический эффект достигается только при балансе интересов всех участников — от банков до публичной и частной сторон.

МАСШТАБИРОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТА

Несмотря на уже реализованные сделки, рынок проектных облигаций в России остаётся на стадии формирования и требует системной доработки. Мы видим несколько приоритетных направлений для развития:

- ✓ совершенствование нормативной базы, учитывающей специфику проектных облигаций;
- ✓ создание единой информационной платформы;
- ✓ стимулирование спроса институциональных инвесторов через налоговые и регуляторные стимулы;
- ✓ стандартизация документации и процедур выпуска.

Мы уже начали работу по ряду этих направлений и приглашаем к сотрудничеству коллег по рынку, представителей госорганов и финансовых институтов. Только совместными усилиями мы сможем сделать рефинансирование через облигации массовым инструментом развития инфраструктуры России. Наш опыт показывает, что при грамотном подходе можно привлекать «длинные» деньги, снижать нагрузку на бюджеты регионов и формировать устойчивую модель финансирования инфраструктуры в долгосрочной перспективе.

Законодательная повестка 2026

ДИС как инструмент строительства дорог под управлением ГК «Автодор»

Долгосрочные инвестиционные соглашения (ДИС) используются для строительства федеральных автомобильных дорог.



Анна Батуева

Член Экспертного совета АИИК, директор юридической практики недвижимости, строительства и инфраструктурных проектов «Технологии Доверия»



Мария Белова

Советник по правовым вопросам УК «Автодор»



Денис Патрин

Директор по правовым вопросам УК «Автодор»

Сторонами ДИС являются:

- ▶ частная сторона — **Исполнитель**, определяемый по итогам конкурсного отбора (как правило, строительные организации с опытом эксплуатации автомобильных дорог либо создаваемые ими под проект специальные компании), либо дочерняя структура Государственной компании «Автодор», участие в капитале которой затем отчуждается в частный сектор;
- ▶ **Заказчик** — Государственная компания «Автодор» (далее — ГК Автодор, Государственная компания).

В предмет ДИС входят обязательства исполнителя осуществить строительство, реконструкцию, комплексное обустройство автомобильной дороги, её участка, вложив в исполнение этих обязательств в установленном в соглашении размере собственные и привлечённые средства, а затем обеспечить долгосрочную эксплуатацию (содержание, ремонт, капитальный ремонт) объекта соглашения в соответствии с условиями соглашения.

На эксплуатационной стадии исполнитель получает от заказчика целевые эксплуатационные платежи, покрывающие эксплуатационные расходы, а также инвестиционные платежи, призванные обеспечить поэтапную возвратность вложенных исполнителем средств с соответствующей доходностью. Инвестиционные платежи разделяются на неуменьшаемую часть, которая подлежит безусловному возврату и коррелирует с размером планируемого в проекте старшего долга, и уменьшаемую часть, которая воплощает в себе предпринимательские риски инвесторов. Размер этих платежей рассчитывается в зависимости от эффективности достижения целевых транспортно-эксплуатационных и пользовательских характеристик объекта соглашения, а в более широком смысле — качества инфраструктурной услуги, оказываемой конечным пользователям. В ДИС обычно закладывается и механика «инвестиционного залога», когда тело собственных инвестиций возвращается поэтапными платежами исполнителю только в последние годы срока соглашения, после подтверждения исполнителем качества проведённого капитального ремонта объекта.

Таким образом, ДИС — это конструкция, объединяющая философию проектного финансирования, государственно-частного партнёрства и контракта жизненного цикла.

ДИС является смешанным гражданско-правовым договором, в основе которого лежат договорные конструкции строительного подряда, оказания услуг и инвестиционных соглашений заёмной природы. В отличие от концессионных соглашений, ДИС не регулируется отдельным специальным федеральным законом. При этом, в силу особого организационного статуса ГК Автодор, процедуры заключения и, что немаловажно, изменения в дальнейшем ДИСов подчиняются требованиям Федерального закона от 18.07.2011 № 223-ФЗ «О закупках товаров, работ, услуг отдельными видами юридических лиц» (223-ФЗ), а в силу этого — Положения о закупке Государственной компании (утв. решением наблюдательного совета ГК Автодор, протокол от 24.09.2025 № 259).

ДИСы очень близки по идеологии и целеполаганию к т.н. эксплуатационным концессиям, которые ранее в российской практике обычно реализовывались через механизм платы концедента, в случае если сбор платы с пользователей направлялся в пользу концедента.

Сам механизм родился из необходимости, во-первых, сокращения сроков подготовительной и тендерной стадий запуска проектов (срок «запуска» федеральной концессии с согласованием и выпуском решения Правительства РФ и конкурсными процедурами оказывался не менее года), а во-вторых, расширения целевой аудитории проектов с банков, их инвестиционных подразделений, иностранных и отечественных концессионных компаний на участников строительного рынка и рынка содержания и эксплуатации автомобильных дорог. В связи с тем, что ДИС субъективно для участников рынка в сравнении с концессией, где стороной соглашения является государство (а в ДИСе — сама ГК «Автодор» как самостоятельное юридическое лицо), представлялся менее «защищённым» договором, изначально предполагалось, что на первой стадии продвижения этого вида соглашений они будут осваивать и меньший объём привлекаемых инвестиций. Если для концессий в практике ГК «Автодор» объём внебюджетных инвестиций составлял от 25% стоимости строительства, то по ДИСам он был ниже этого порога и составлял 10-15%.

В настоящее время, когда у ГК «Автодор» накопилась достаточная практика успешного исполнения ДИС, включая практику участия в таких проектах ведущих финансовых институтов России и заключения с их участием т.н. трехсторонних соглашений о взаимодействии, прямых соглашений, законодательно ужесточились требования к условиям концессионных соглашений, ГК «Автодор» планирует и в последних ДИСах увеличивает объёмы привлекаемого внебюджетного финансирования по таким соглашениям до более чем 40% от стоимости реконструкции объекта ДИС.

Подвариантом ДИС, имеющим, однако, свою специфику, выступают **долгосрочные операторские соглашения (ДОС)** с инвестиционными обязательствами. Они применяются, когда нужно перевести ранее существовавшую или вновь построенную автомобильную дорогу на режим платности и провести комплексное обустройство соответствующего участка дороги. Согласно ДОС, частный партнёр (оператор, исполнитель) обязан собирать плату за проезд с пользователей и направлять её Государственной компании. Помимо этого, в его зону ответственности могут попадать (в полном объёме или частично): техническое обслуживание и эксплуатация систем сбора платы и автоматизированной системы управления движением (при наличии); обеспечение содержания дороги или её участков; проведение ремонта и капремонта (при необходимости), а также предоставление водителям дополнительных сервисов по условиям соглашения. Чаще всего исполнителями по ДОС становятся организации, у которых уже есть опыт работы с системами сбора платы на автомагистралях. Платёжный и инвестиционно-финансовый механизмы настраиваются в этом случае аналогично ДИС.

Статистика заключения ДИС и ДОС в практике Государственной компании «Автодор»

Дорога	Этап	Форма соглашения	ИТОГО частное финансирование, млн руб.
М-11	км 58 — 149 (этапы 1 и 2)	ДИС	112 607,5
	км 208 — 258 (этап 4)	ДИС	
	км 258 — 334 (этап 5)	ДИС	
	км 334 — 543 (этап 6)	ДИС	
М-3	км 124 — 194	ДИС	
М-4	км 517 — 544 (обход Новой Усмани и Рогачевки)	ДИС	
	км 633 — 715 (обход с. Лосево и г. Павловск)	ДИС	
	км 1036 — 1072 (обход г. Аксай)	ДИС	
	км 1091,6 — 1319 (Секция 4)	ДОС	
	Дальний западный обход Краснодара	ДИС	
	км 933 — 974	ДИС	
	км 974 — 1024	ДИС	
ЦКАД	Пусковой комплекс №1	ДИС	
	Пусковой комплекс №5	ДИС	

■ СРАВНЕНИЕ ДИС И КС

Как было указано ранее, по своему экономическому смыслу ДИСы походят на эксплуатационные концессионные соглашения (КС) с платой концедента, а именно:

- КС и ДИС предусматривают обе стадии жизненного цикла проекта — инвестиционную и эксплуатационную. При этом по практике ГК «Автодор» в рамках ДИС исполнитель обычно не выполняет проектирование — заказчик передаёт ему ранее разработанную проектную документацию. Вместе с тем, как и в КС, Исполнитель, если того требуют условия конкретного проекта, вправе провести так называемую оптимизацию проектной документации с целью адаптации её под фактически сложившиеся к дате начала строительства (которая иногда отстаёт от периода проектирования на годы) условия и внедрения более эргономичных проектных решений. Ответственным за итог оптимизации в обоих случаях (ДИС и КС) является частный партнёр (Исполнитель/ Концессионер).
- ДИС предполагает привлечение внебюджетных, частных инвестиций, которые (как и в КС) могут быть вложены в проект в качестве внешнего заёмного банковского или акционерного финансирования (средства т.н. «старшего» и «младшего» долга), и, если вложение инвестиций подтверждено в счёт завершённых строительством работ, их возвратность обеспечивается государственным партнёром на эксплуатационной стадии путём поэтапной выплаты инвестиционного платежа в соответствии с условиями соглашения.
- В инвестиционных проектах, реализуемых по модели ДИС, риск трафика лежит на Государственной компании (по аналогии с эксплуатационной концессией с платой концедента). Соответственно, возмещение эксплуатационных затрат исполнителя обеспечивается за счёт эксплуатационных платежей, выплачиваемых Государственной компанией исполнителю в порядке и в соответствии с условиями, определёнными в соглашении.

- В некоторых случаях финансовые параметры КСов и ДИСов могут быть определены одним и тем же распорядительным актом Правительства. Так, например, при строительстве ЦКАД, в рамках которого два участка строились по концессионной модели и два — с использованием ДИС, объём и лимиты финансирования каждого из проектов были зафиксированы паспортом инвестиционного проекта ЦКАД (утв. Распоряжением Правительства РФ от 27.02.2015 № 310-р). Соответственно, изменение параметров (в первую очередь, финансовых или касающихся сроков завершения строительства) в ДИСах и КС, на основании которых строилась ЦКАД, оформлялось путём внесения соответствующих изменений в паспорт ЦКАД с последующим внесением корректировок в договоры по проектам. Однако в целом такая ситуация является скорее исключением и особенностью конкретного проекта. В остальных случаях параметры ДИС формируются не отдельным решением Правительства РФ, как в случае с концессией, а самой ГК «Автодор» в рамках её Программы деятельности, утверждаемой Правительством РФ на долгосрочный период, а также условиями самого соглашения, выносимого на конкурс.

■ ОСНОВНЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ ОТЛИЧИЯ ДИС ОТ КС

1. Различные стороны соглашения: стороной КС всегда является публично-правовое образование (Российская Федерация, регион, муниципалитет), тогда как стороной ДИС является ГК «Автодор» как юридическое лицо.
2. Различно правовое регулирование: КС урегулированы положениями специального федерального закона, а ДИСы заключаются в рамках общего правового гражданско-правового поля с учётом особенностей регулирования статуса и деятельности ГК «Автодор».
3. Различен юридический предмет соглашений. По КС концессионер является заказчиком строительства/реконструкции объекта концессии, получает в аренду необходимые ему как заказчику земельные участки, получает объект концессии во владение и пользование на срок концессии. По ДИС исполнитель продолжает оставаться подрядчиком ГК «Автодор» в части выполнения подрядных строительных и эксплуатационных работ, не приобретает каких-либо отдельных прав на объект.
4. Обычно различен физический объём привлекаемых финансовых средств: доля внебюджетных вложений по концессиям не может быть менее 20% от расходов на создание/реконструкцию (на инвестиционной стадии). Доля частного (внебюджетного) финансирования по ДИСам обычно составляет сумму в пределах не выше 10-15% (однако, как было сказано выше, в некоторых ДИСах с участием ГК «Автодор» может достигать и больших значений).
5. Как следствия вышеуказанных основных различий, в правовом регулировании этих механизмов имеются и иные различия — например, в части учёта объекта и расходов, налогообложения операций, связанных с реализацией данных контрактных схем.

Как можно увидеть, ДИС в области развития дорожного хозяйства является специфическим инструментом, основанным на и учитывающим особое правовое положение ГК «Автодор» как некоммерческой организации, осуществляющей доверительное управление переданным ей федеральным имуществом. В этой связи региональные корпорации развития, не обладающие таким статусом и правами в отношении региональных дорог, не могут использовать ДИСы, прямо опираясь на опыт ГК «Автодор», а региональным и муниципальным властям в этом случае в отношении объектов публичной собственности доступен только механизм концессий. Однако опыт ДИС может при необходимости рецепироваться в отношении объектов и отношений с более свободным, частно-правовым регулированием.

■ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В работе над законопроектом (от 19.01.2026 № 1124826-8, ст. 32.1 Федерального закона от 08.11.2007 № 257-ФЗ «Об автомобильных дорогах и о дорожной деятельности в Российской Федерации и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации») подготовлены изменения, которые откроют регионам доступ к механизму ДИС. Благодаря этому субъекты РФ смогут напрямую софинансировать из своих бюджетов объекты ГК «Автодор» на любом этапе — и при строительстве, и при эксплуатации.

Главный плюс для регионов: появляется возможность продвигать свои инициативы на федеральном уровне, но без необходимости участвовать в сложных схемах структурирования проекта, без долговых обязательств и без затрат на последующее содержание трассы.

Для Государственной компании нововведение означает, что она сможет органично встроить региональные проекты в уже существующую сеть — с учётом синергии, удобства для водителей и с перспективой дополнительного роста трафика на всех скоростных магистралях.

Системные поправки могут потребоваться также, если предполагать трансляцию опыта ГК «Автодор» на региональный уровень (создание на региональном уровне компаний, аналогичных ГК «Автодор» со схожими компетенциями и субъектностью). Однако эффективность создания подобного регионального оператора требует дальнейшего осмысления.

Ольга Бабина,
член Правления АИИК, член Совета директоров АО «Донаэродорстрой»:



В инвестиционном портфеле компании АО «Донаэродорстрой» — одного из ведущих предприятий строительной отрасли Российской Федерации — реализуются проекты с использованием ДИС. Один из таких проектов — Дальний западный обход Краснодара (ДЗОК) протяжённостью 52 км был завершён досрочно в 2023 году и в настоящее время находится на стадии эксплуатации. Инвестиционная стадия по данному объекту полностью завершена, при этом объём привлечённого внебюджетного финансирования составил 4,158 млрд руб., что эквивалентно 10% от начальной (максимальной) цены контракта (НМЦК).

Также в рамках ДИС компанией реализуется масштабная реконструкция объекта М-4 «Дон» (км 933–974), который в настоящее время находится на инвестиционной стадии. Для его реализации планируется привлечение внебюджетных средств в объёме порядка 16,975 млрд руб., что составляет около 38% от НМЦК инвестиционной стадии.

Ранее, в 2023 году, АО «Донаэродорстрой» была подготовлена частная инвестиционная инициатива по реализации расширенного участка проекта М-4 Дон (км 933–1024). В рамках данной инициативы была разработана финансовая модель и сформирован комплекс юридической документации. Однако в связи с критическим состоянием отдельных участков объекта заказчиком было принято решение о приоритетной реализации части проекта с привлечением бюджетного финансирования.

Как структурировать и реализовать концессию в условиях усиления контроля за расходованием бюджетных средств

Регуляторная реформа 2025–2026 годов переписывает правила входа на рынок государственно-частного партнёрства — и её главный мотив явно обозначен: государство ужесточает контроль над бюджетными расходами в концессиях. Для концессионных соглашений (правового инструмента, охватывающего подавляющую часть инфраструктурных проектов) вводится многоуровневая система предварительной оценки. Это не просто новые требования к документации, а принципиально иная логика отбора: проект должен не «сдать документы», а пройти содержательную экспертизу на каждом из этапов — с проверкой обоснованности бюджетных обязательств на каждом из них. Одновременно Минтранс выстраивает специализированный фильтр для транспортных концессий. В совокупности все это означает, что предпроектная стадия становится дороже, длиннее и требовательнее к качеству обосновывающих материалов.



Алексей Ерыгин

Председатель правления — генеральный директор АО «Концессионная компания «Обход Тольятти»» (входит в строительно-инвестиционный холдинг «Автобан»)

КОНТЕКСТ: РЫНОК КОНЦЕССИЙ И МАСШТАБ ИЗМЕНЕНИЙ

Рынок ГЧП и концессий в России к началу 2026 года насчитывал более 4,4 тыс. действующих и завершённых соглашений с суммарным объёмом законтрактованных инвестиций 7,5 трлн руб. Транспортная отрасль стабильно занимает первое место: на неё приходится около 65–66% всех инвестиций, и именно здесь сосредоточены крупнейшие проекты. В 2024 году рынок достиг рекордного показателя — 2,4 трлн руб. новых контрактов, из которых 1,8 трлн руб. составили частные инвестиции. В 2025 году контрактация снизилась до 567 млрд руб.

Ключевое структурное различие российского рынка ГЧП — сосуществование двух правовых режимов: Федерального закона № 224-ФЗ «О государственно-частном партнёрстве» и Федерального закона № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».

Механизм предварительной оценки эффективности и сравнительного преимущества давно встроен в 224-ФЗ и применяется для ГЧП/МЧП-проектов. Однако концессии (значительно более популярный инструмент, охватывающий, по оценкам, около 98% рынка государственно-частного взаимодействия) до последнего времени оставались вне этой системы.

Именно отсутствие структурированного бюджетного контроля в концессиях стало триггером реформы: инструмент массово использовался без обязательной верификации бюджетных рисков. Реформа закрывает этот разрыв.

■ ФИЛЬТР НУЛЕВОЙ: ТРЕБОВАНИЯ И ГОТОВНОСТЬ КОНЦЕДЕНТА

Прежде чем проект попадает в федеральную систему оценки, он должен пройти через первичный (и зачастую самый непредсказуемый) фильтр — **соответствие позиции самого концедента**. Регион или муниципалитет выступают не просто стороной соглашения, а полноценным субъектом отбора со своими требованиями, ограничениями и приоритетами. Без их поддержки проект не получит ни права на разработку документации, ни доступа к последующим федеральным процедурам.

На практике «концедент» — это не единый орган, а **несколько региональных ведомств с разными критериями оценки**, каждое из которых фактически располагает правом заблокировать или затормозить проект на старте:

- **Региональный Минтранс** оценивает транспортную необходимость объекта: вписывается ли дорога в актуальную схему территориального планирования, подтверждён ли дефицит пропускной способности, есть ли обоснование приоритетности именно этого направления среди других инфраструктурных потребностей субъекта;
- **Региональный Минэконом** принимает принципиальное решение о выборе инструмента реализации: является ли концессия наиболее подходящим механизмом или задача может быть решена через госзаказ, МЧП или иную форму. Без положительной позиции этого ведомства проект не получит статуса концессионного;
- **Региональный Минфин** оценивает бюджетные возможности участия концедента (наличие финансирования для принятия расходных обязательств, соответствие проекта долговым лимитам и ограничениям, особенно актуальным для дотационных субъектов). Регион может быть принципиально заинтересован в проекте, но физически не располагать бюджетным ресурсом для участия в нём;
- **Региональное Минимущество** верифицирует доступность земельных участков под трассировку: сформированы ли границы, каков статус земель, какой объём изъятия потребуется и в какие сроки это реально осуществить. Неурегулированный земельный вопрос — одна из наиболее распространённых причин, по которым проект «зависает» ещё до федеральной экспертизы.

Помимо ведомственных позиций, инициатор должен учитывать и более широкий контекст готовности региона: наличие политической воли руководства субъекта, загруженность команды действующими концессионными обязательствами, соответствие проекта актуальным программам социально-экономического развития.

Особую роль этот фильтр играет в контексте ужесточения бюджетного контроля. С 2025 года дотационные регионы обязаны соблюдать лимиты расходных обязательств по концессиям — и в 2026 году под это ограничение подпадают уже 65 субъектов. **Оценивать готовность концедента нужно до начала проектирования**, причём по всем четырём ведомственным измерениям одновременно, а не последовательно. Отказ или оговорки со стороны любого из них на позднем этапе означают потерю уже вложенных ресурсов на разработку документации.

■ ФИЛЬТР ПЕРВЫЙ: ОЦЕНКА СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Министерство экономического развития Российской Федерации подготовило законопроект и проект постановления Правительства, предусматривающие обязательную предварительную оценку социально-экономической эффективности для всех концессионных соглашений с финансовым участием концедента — вне зависимости от стоимости проекта. **Механизм должен заработать с 1 сентября 2026 года.**

Оценка эффективности строится на трёх содержательных критериях:

- ▶ **соответствие целям госпрограмм:** цель концессии должна соответствовать не менее чем одной цели или задаче государственной или муниципальной программы;
- ▶ **технико-экономические показатели:** параметры объекта должны способствовать достижению не менее двух целевых показателей программ;
- ▶ **обоснованность создания:** подтверждённая потребность территории в объекте и производимых им товарах или услугах.

Критичный элемент механизма — принцип «единственного вето»: **отрицательное заключение хотя бы по одному из трёх критериев блокирует проект и не допускает его к дальнейшим процедурам**. Это означает, что формальное соответствие документации перестаёт быть достаточным условием: необходимо доказать, что проект встроен в систему государственного планирования и создаёт измеримый общественный эффект. С точки зрения бюджетного контроля, именно этот фильтр призван отсеять проекты, инициированные не ради реального общественного блага, а ради привлечения государственного финансирования под слабо обоснованные задачи.

■ ФИЛЬТР ВТОРОЙ: СРАВНИТЕЛЬНОЕ ПРЕИМУЩЕСТВО И РОЛЬ ВЭБ.РФ

Только при положительном результате оценки эффективности проект переходит ко второму этапу — определению **сравнительного преимущества концессии перед государственным контрактом**. Это ответ на центральный вопрос бюджетного контроля: зачем государству нести долгосрочные обязательства концессии, если задачу можно решить через обычный госзаказ с предсказуемыми затратами? Инструмент давно применяется в рамках 224-ФЗ для ГЧП/МЧП, но в перспективе он будет распространяться на значительно более широкий рынок концессий. Сравнительное преимущество определяется путём сопоставления дисконтированных расходов бюджета, поступлений и принимаемых обязательств в двух альтернативных сценариях.

Для крупных проектов будут предусмотрены дополнительные уровни контроля:

- ▶ **проекты свыше 1 млрд руб.** — обязательное согласование с профильным федеральным органом исполнительной власти.
- ▶ **проекты свыше 3 млрд руб.** — обязательная проверка ВЭБ.РФ обоснованности распределения рисков.
- ▶ **дотационные регионы** — положительное заключение возможно исключительно при подтверждении ВЭБ.РФ.

Здесь важно учитывать специфику транспортных проектов: **любое строительство автодороги или моста заведомо стоит более 3 млрд руб.** Это означает, что обязательная экспертиза ВЭБ.РФ — не исключение, а стандартная процедура для всего транспортного сегмента. При этом критерий госкорпорации сформулирован жёстче стандартной Методики: ВЭБ.РФ требует, чтобы **чистая приведённая стоимость проекта была строго больше нуля** (действующая Методика для ГЧП допускает значение «больше или равно нулю»). Такая постановка вопроса прямо отражает приоритет защиты бюджетных средств: государство должно получать измеримую отдачу, а не просто «нулевую» сделку.

■ ФИЛЬТР ТРЕТИЙ: ОТБОР РОСАВТОДОРА ДЛЯ ПОЛУЧЕНИЯ ФЕДЕРАЛЬНОГО СОФИНАНСИРОВАНИЯ

Отдельный фильтр существует для проектов, претендующих на **межбюджетные трансферты из федерального бюджета**. Приказ Минтранса России от 30.01.2025 № 25 утвердил Методику отбора проектов строительства (реконструкции) автомобильных дорог и искусственных дорожных сооружений, реализуемых субъектами РФ в рамках концессионных соглашений, для предоставления таких трансфертов. Отбор проводит **Росавтодор** — и именно он определяет, какой проект получит федеральное финансирование, а какой останется без него.

Методика устанавливает многокритериальную систему оценки: регион должен представить финансовую модель, паспорт проекта с детальным расчётом технико-экономических индикаторов, обоснование инвестиционной привлекательности и данные о создаваемых рабочих местах. По каждому критерию начисляются баллы с установленными весовыми коэффициентами, формируется интегральная оценка, а по её результатам составляется рейтинг всех заявок. Решение принимает межведомственная комиссия. Принципиально важно: в Методике закреплены **условия получения федеральных субсидий** — регион может получить до 50% финансирования от стоимости дороги или до 75% при строительстве моста или тоннеля, тогда как доля привлекаемых частных инвестиций должна составлять не менее 15% от сметы. Именно последнее условие выступает встроенным бюджетным ограничителем: государство не финансирует проект целиком, обязывая частного инвестора разделить риск.

■ ФИЛЬТР ЧЕТВЁРТЫЙ: ОТРАСЛЕВАЯ ЭКСПЕРТИЗА «АВТОДОРА»

В апреле 2026 года Минтранс утвердил Приказ № 92, которым ввёл обязательную экспертизу Государственной компании «Автодор» (Далее — ГК «Автодор») для всех региональных проектов платных автодорог, претендующих на получение федеральных субсидий. Регионы обязаны представлять Автодору финансовую и транспортную модели проекта — для верификации прогноза трафика и оценки эффектов от строительства. При выявлении ошибок документация возвращается на доработку.

Инициатива ГК «Автодор» имеет и более широкий контекст: глава компании Вячеслав Петушенко анонсировал создание на базе госкомпании **центра компетенций** — института развития региональных проектов платных дорог, который будет помогать регионам не только с экспертизой, но и с финансированием и структурированием проектов. По данным самой госкомпании, к 2025 году ГК «Автодор» было детально проанализировано более 34 региональных проектов, что формирует накопленную базу для экспертной работы.

Таким образом, один и тот же транспортный проект, претендующий на федеральное финансирование, проходит **последовательно через оба транспортных фильтра**: сначала экспертизу ГК «Автодор» — для верификации транспортных и финансовых моделей, а затем конкурсный отбор Росавтодора — для получения права на межбюджетный трансферт. Разграничение функций между двумя структурами пока остаётся зоной регуляторного уточнения.

■ НА ГОРИЗОНТЕ: ТЭО КАК ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ПЯТЫЙ ФИЛЬТР

Отдельного внимания заслуживает инициатива, которая ещё не приобрела окончательную форму, но уже маячит на горизонте. В марте 2026 года Минстрой России опубликовал законопроект о внесении изменений в Градостроительный кодекс, предусматривающий введение обязательной стадии **технико-экономического обоснования (ТЭО)** для объектов капитального строительства, финансируемых с привлечением бюджетных средств. Законопроект предполагает, что ТЭО станет первым шагом перед началом проектных работ: в нем должны быть обоснованы технико-экономические показатели объекта, выбор места размещения с рассмотрением вариантов, основные архитектурные и конструктивные решения, а также предполагаемая стоимость строительства. Готовое обоснование должно пройти обязательную государственную экспертизу, и только при наличии положительного заключения можно утверждать задание на проектирование. Законопроект может быть внесён в Государственную Думу уже весной 2026 года, а вступление в силу ожидается весной 2027 года.

Для рынка транспортных концессий это сигнал повышенного внимания. Перечень объектов, для которых ТЭО станет обязательным, определяется Правительством РФ — и пока неизвестно, войдут ли в него концессионные проекты или только бюджетные стройки в прямом смысле слова. Однако логика реформы очевидна: **последовательное усиление предпроектного обоснования** распространяется все шире. Если ТЭО распространится на концессии с финансовым участием концедента, инициаторы транспортных проектов получат ещё один обязательный документ, требующий государственной экспертизы, ещё до начала разработки проектной документации.

■ ОБЩАЯ ЛОГИКА РЕФОРМЫ: БЮДЖЕТНАЯ ДИСЦИПЛИНА КАК НОВЫЙ СТАНДАРТ

Три действующих фильтра (оценка эффективности + сравнительное преимущество по ГЧП (для концессий — в перспективе), отбор Росавтодора, экспертиза ГК «Автодор») и один потенциальный (ТЭО) складываются в последовательную систему, меняющую саму природу предпроектной стадии. Реформа опирается на явную политическую логику — **ограничение бюджетных рисков**: как отметил первый заместитель министра экономического развития Максим Колесников, обязательная оценка «позволит правильно распределять риски между всеми участниками проекта и поможет исключить случаи принятия концедентом повышенных бюджетных обязательств».

Усиление контроля бюджетных расходов — не просто административная новация, а реакция на накопленную практику. Исторически ряд концессий формировался с завышенными прогнозами трафика, нереалистичными финансовыми моделями и скрытыми обязательствами бюджета, которые проявлялись уже в ходе реализации. Новая система фильтров создаёт институциональные барьеры именно против этой логики: государство требует доказательств до принятия обязательств, а не фиксирует проблему постфактум.

Для инициаторов и инвесторов реформа означает прежде всего **удлинение и удорожание предпроектной стадии**. Ранее подготовка к концессии предполагала разработку финансовой модели, юридическую структуризацию и согласование с концедентом. Теперь к этому добавляются:

- формализованное обоснование соответствия целям госпрограмм с расчётом вклада в целевые показатели;
- финансово-экономическое сравнение с альтернативой госзаказа (расчёт дисконтированных бюджетных расходов в двух сценариях) с прохождением нескольких раундов согласований суммарной длительностью до 150 дней;
- верифицированная транспортная модель, прошедшая проверку ГК «Автодор»;
- конкурсная заявка для Росавтодора с расчётом интегральной оценки по многокритериальной системе — для тех, кто рассчитывает на федеральное софинансирование;
- потенциально — ТЭО.

Вместе с тем было бы упрощением видеть в новых фильтрах только барьеры. Обязательная верификация трафика и финансовой модели должна снизить число проектов с завышенными прогнозами, которые исторически порождали бюджетные риски. Центр компетенций ГК «Автодор» потенциально способен создать методическую базу и типовые решения для региональных проектов, снижая стоимость подготовки типовых заявок. Введение критерия сравнительного преимущества позволит отсеять проекты, которые оформлялись как концессии для обхода ограничений на прямые бюджетные расходы.

■ ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА

Предпроектная стадия должна начинаться значительно раньше. Окно в 150 дней на прохождение только части цепочки — это минимум при условии, что документация принимается с первого раза. Реалистичная оценка с учётом итераций по доработке может вдвое превышать это значение.

Качество обосновывающей документации становится конкурентным преимуществом. Способность сформировать убедительное обоснование «одновременно для Минэкономразвития, ФОИВ, ВЭБ.РФ, Росавтодора и ГК «Автодора» — принципиально новая задача, требующая координации между экономическими, юридическими и транспортными командами. Причём каждый из этих адресатов оценивает документацию сквозь призму бюджетной безопасности: насколько корректно распределены риски, насколько обоснованы обязательства концедента, насколько реалистичны прогнозы. Рыночный запрос на квалифицированных консультантов резко возрастёт.

Дотационные регионы находятся в двойном давлении. С одной стороны, они уже ограничены бюджетными лимитами по расходным обязательствам. С другой, для них будет предусмотрен наиболее жёсткий режим оценки — с обязательным положительным заключением ВЭБ.РФ. Пространство для новых транспортных концессий объективно сужается.

Частная инициатива усложняется, но не закрыта. Проекты, иницируемые частной стороной, также подпадают под обязательную оценку, а срок рассмотрения частной инициативы будет увеличен с 30 до 60 дней. Совокупный горизонт до финансового закрытия существенно удлинится.

■ КАК СТРУКТУРИРОВАТЬ ПРОЕКТ В НОВОЙ ЛОГИКЕ

Практический ответ на ужесточение бюджетного контроля — выстраивание предпроектной работы как самостоятельного управленческого процесса, а не формального сбора документов. Это предполагает несколько ключевых сдвигов:

Начинать с «бюджетной логики» концессии. Ещё до разработки финансовой модели необходимо ответить: какое обязательство бюджета минимально необходимо для жизнеспособности проекта и как оно соотносится с лимитами региона? Если ответ на этот вопрос получен поздно (после нескольких месяцев проработки), проект может не пройти уже первый фильтр.

Встраивать проект в госпрограммы на уровне замысла. Соответствие целям программ — не бюрократическая формальность, а содержательная логика, которую нужно закладывать при формулировке проекта. Проект, «написанный под программу» задним числом, с трудом проходит экспертизу.

Готовить документацию «для нескольких аудиторий» параллельно. Минэкономразвития, ВЭБ.РФ и Росавтодор оценивают разные аспекты, но смотрят на одни и те же цифры. Несогласованность финансовых параметров между документами — одна из наиболее частых причин возврата.

Инвестировать в верификацию трафика заблаговременно. Требование ГК «Автодор» верифицировать транспортную модель означает, что экономия на транспортных исследованиях на этапе предпроектной работы обернётся задержкой при прохождении фильтра. Качественная транспортная модель — уже не опция, а пропуск в систему.

Стройка за свой счёт: почему исполнители госконтрактов работают в минус

Российская транспортная инфраструктура — это экономический каркас страны, от состояния которого зависят логистика, региональная связность и, в конечном счёте, качество жизни миллионов людей. Однако за фасадом амбициозных строительных программ скрывается системная проблема, которая давно требует решения: подрядчики, исполняющие государственные контракты, работают в условиях нарастающего финансового давления, которое отражается на сроках, стоимости и качестве строительства.



Мария Ярмальчук
Генеральный директор
Национальной ассоциации
инфраструктурных
компаний (НАИК)

Подрядная организация получает аванс, запускает работы, несёт текущие расходы — закупает материалы, выплачивает зарплаты, арендует технику. Но между освоением аванса и поступлением следующего транша неизбежно возникает кассовый разрыв. Закрывать его приходится за счёт банковских кредитов.

В условиях высокой ключевой ставки Банка России стоимость такого финансирования резко возросла. Подрядчик, по существу, кредитует исполнение государственного контракта из собственного кармана — и делает это по рыночным ставкам, которые никак не предусмотрены в сметной документации. Финансовая нагрузка перекладывается на себестоимость, давит на оборотный капитал и создаёт реальные риски срыва сроков.

Национальная ассоциация инфраструктурных компаний (НАИК) предлагает системные решения, которые могут изменить сложившуюся финансовую модель. В основе — два взаимосвязанных механизма.

Процентный доход на авансы. Подрядчикам предлагается предоставить право размещать часть полученных авансовых платежей по контрактам в рамках 44-ФЗ и 223-ФЗ на отдельных банковских счетах с начислением процентного дохода. Логика очевидна: если деньги временно не задействованы в производственном цикле, они должны работать — хотя бы частично компенсируя стоимость привлекаемых кредитов.

Целевые казначейские депозиты. Более масштабный и структурный инструмент. Федеральное казначейство размещает часть временно свободных средств Единого казначейского счёта на банковских депозитах — но с жёстким условием: не менее 70–80% привлечённых ресурсов банки обязаны направить на льготное кредитование утверждённых инфраструктурных проектов. Дороги, мосты, железнодорожные объекты — приоритеты определяются заранее. Отчётность перед Федеральным казначейством и Министерством транспорта обеспечивает прозрачность и исключает нецелевое использование. По сути, государство использует собственную ликвидность для того, чтобы удешевить финансирование своих же контрактов.

■ ЧТО НУЖНО ИЗМЕНИТЬ В РЕГУЛИРОВАНИИ

Оба механизма не требуют радикальных изменений — они встраиваются в существующую нормативную базу, требуя адресных корректировок:

- Постановление Правительства РФ № 1020 от 11.07.2020 и Приказ Казначейства № 8н от 18.09.2025 — необходимо ввести отдельный вид депозитов с целевыми требованиями к направлению средств;
- новое постановление Правительства — должно закрепить порядок отбора банков-участников, форму отчётности и механизм контроля по аналогии с действующими правилами для инфраструктурных кредитов;
- согласование с Банком России — в части пруденциальных нормативов для банков, участвующих в программе.

Регуляторная работа предстоит непростая, но принципиально реализуемая: прецеденты целевого использования казначейской ликвидности в российской практике уже существуют.

Дискуссия о государственной поддержке зачастую сводится к разговору о льготах и преференциях. НАИК ставит вопрос принципиально иначе: снижение финансовой нагрузки на исполнителей государственных контрактов — это условие работоспособности всей системы инфраструктурного строительства. Подрядчик, работающий в условиях хронического кассового дефицита и сверхдорогих кредитов, не может стабильно выполнять контракты — и государство в итоге несёт потери, просто в другой форме.

Предложенные механизмы носят системный характер и рассчитаны на длинный горизонт.

Владимир Монастырев

Заместитель генерального директора ДИМ:

Инициатива НАИК своевременна и точно диагностирует проблему. При высокой ключевой ставке подрядчики фактически кредитуют выполнение госконтрактов за собственный счёт — и это напрямую бьёт по оборотному капиталу, себестоимости и срокам строительства. Возможность получать процентный доход на авансы позволит хотя бы частично компенсировать удорожание заёмных средств, а механизм целевых казначейских депозитов способен сформировать более предсказуемый и доступный источник финансирования для инфраструктурных проектов. Принципиально важно, что речь идёт не о разовой помощи, а о системном решении, повышающем финансовую устойчивость отрасли. В нынешних условиях это один из инструментов качественного исполнения контрактов по строительству транспортной инфраструктуры.



Коммерческая выручка как драйвер эффективности ГЧП-проектов

Рынок ГЧП адаптируется под текущие законодательные тренды и макроэкономическую конъюнктуру. Ключевым требованием к проектам становится наличие коммерческого потенциала. Именно коммерческая выручка становится главным драйвером эффективности инфраструктуры.



Александр Дубинин

Член Экспертного совета АИИК, начальник Центра экспертизы и методологии реализации проектов государственно-частного партнерства Банка ГПБ (АО)

В последние годы развитие механизма государственно-частного партнерства (ГЧП) в России характеризуется поиском оптимальных финансовых инструментов повышения эффективности реализации инфраструктурных проектов, включая привлечение новых и более дешёвых источников внебюджетных инвестиций. Но даже такая оптимизация не решает ключевую проблему — значительный объём расходов по-прежнему ложится на публичную сторону.

Между тем в самой природе ГЧП заложен ресурс для снижения расходов — коммерческая выручка, способная покрыть существенную долю проектных затрат. Кроме того, наличие в ГЧП частного партнёра, заинтересованного в качественной эксплуатации объекта и достижении необходимых показателей окупаемости привлечённых внебюджетных инвестиций, позволяет обеспечить наиболее эффективную реализацию проекта на всех этапах.

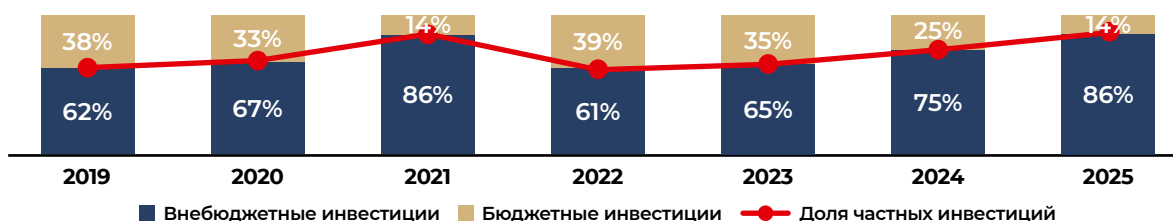


Сергей Минашкин

Заместитель директора Центра экспертизы и методологии реализации проектов государственно-частного партнерства Банка ГПБ (АО)

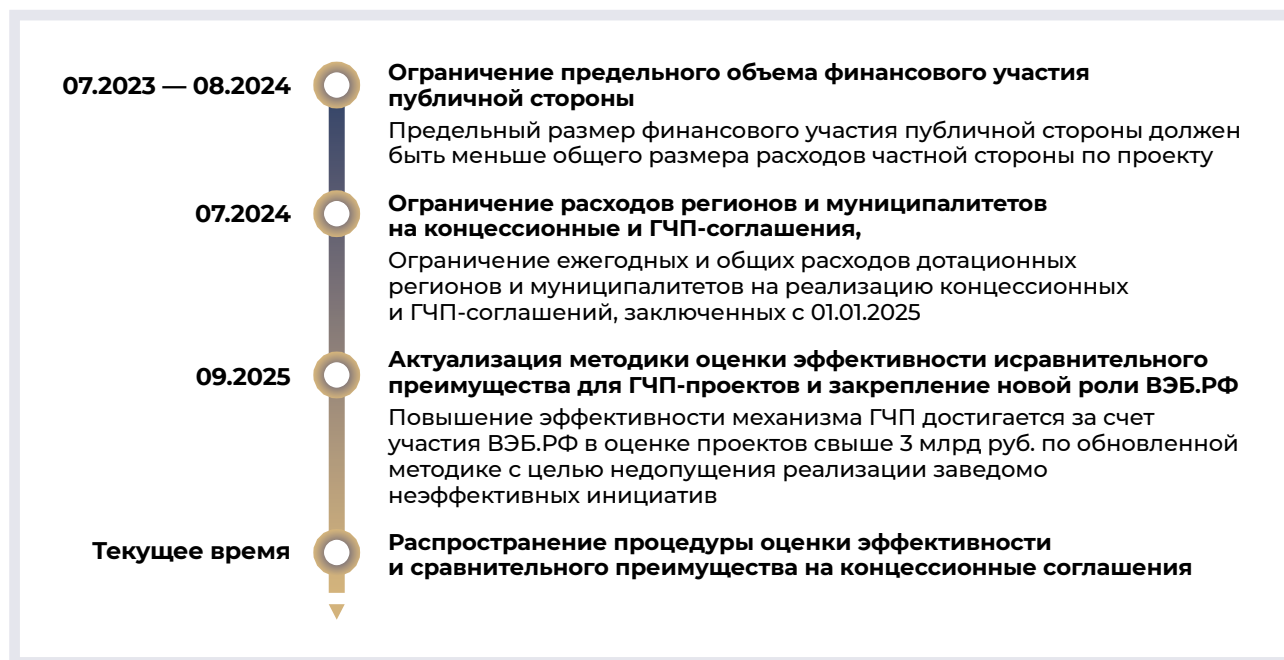
Логика проектного финансирования и сквозная ответственность частного партнера за весь жизненный цикл проекта создают мощные стимулы к глубокой проработке финансовых предпосылок проекта, созданию качественного объекта и максимальной операционной эффективности, что в конечном счете и обеспечивает реальное, а не декларативное снижение бюджетной нагрузки

По данным Минэкономразвития, внебюджетные инвестиции в ГЧП-проекты в 2025 году составили 86% общего объема инвестиций, или 489 млрд руб. Это рекордный показатель с 2021 года



Рост рынка ГЧП с каждым годом все в большей степени обеспечивается за счет частного капитала. Это свидетельствует об отсутствии достаточного объема бюджетных средств для развития и модернизации инфраструктуры и подтверждает востребованность ГЧП как одного из основных механизмов реализации инфраструктурных проектов в условиях бюджетного дефицита.

В то же время вектор развития ГЧП-законодательства демонстрирует явный и последовательный тренд на обязательное наличие в проектах коммерческой составляющей. Регулятор методично уводит рынок от устаревшей модели полного покрытия расходов частной стороны за счёт бюджетных средств в пользу проектов, генерирующих доходы от оказания платных услуг населению.

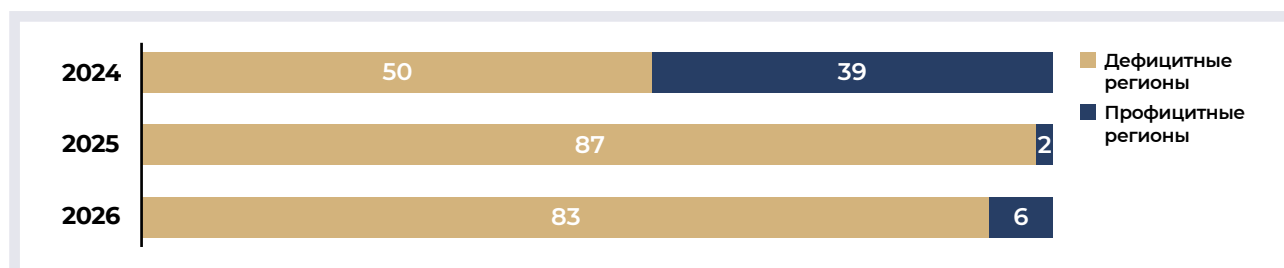


Представляется, что разрабатываемая Минэкономразвития России (при активном взаимодействии с крупнейшими участниками рынка ГЧП) методика оценки эффективности и сравнительного преимущества концессионных соглашений (перед иными формами реализации проекта, в которых ответственным лицом за реализацию проекта является государство) призвана окончательно закрепить указанную логику. На наш взгляд, новая методика должна мотивировать участников рынка к структурированию проектов ГЧП с эффективной коммерческой составляющей.

Ключевая задача рынка ГЧП на текущем этапе трансформируется из простого привлечения внебюджетных средств под полную гарантию публичной стороны в структурирование коммерчески эффективных проектов. В них значительная часть расходов покрывается за счет платных услуг, при этом бюджетное участие становится не безусловной гарантией возврата всех вложений, а важной поддержкой проекта для качественного функционирования объектов публичной инфраструктуры.

Часто проекты ГЧП критикуют за удорожание проекта из-за процентных расходов. Действительно, обслуживание заёмного финансирования обходится дороже, чем прямое бюджетное финансирование. Однако такой подход игнорирует три фундаментальных фактора:

- 1. Привлечение частных инвестиций.** ГЧП позволяет сократить либо полностью снять потребность в бюджетном финансировании на стадии создания объекта за счёт привлечения частных инвестиций. Это особенно важно в текущих условиях нарастающей дефицитности бюджетной системы.



2. **Фактор времени.** В рамках ГЧП частный партнёр обеспечивает привлечение внебюджетного финансирования, благодаря чему объект строится без откладывания сроков и становится доступным для использования раньше.
3. **Монетизация публичной инфраструктуры.** ГЧП нацелено на обеспечение платного режима эксплуатации, генерирующего коммерческий доход с использованием публичной инфраструктуры.

В условиях отсутствия бюджетных источников финансирования ГЧП становится одним из наиболее реалистичных механизмов своевременной реализации инфраструктурных проектов.

В качестве более наглядного обоснования рассмотрим два заключённых региональных концессионных соглашения, по которым уже ведётся эксплуатация объекта. Для этого проведём сравнение проектных расходов и источников их покрытия в двух сценариях — реализуемой концессии и государственного заказа (альтернативный сценарий).

Проект № 1: объект транспортной инфраструктуры в одном из регионов Крайнего Севера

Сроки проекта:

Стадия проекта	Номер года														
										0	1	2	3	4	5
Проектирование															
Строительство															
Эксплуатация (платная)															

Платёжный механизм: плата концедента, уменьшаемая на коммерческую выручку.

Окупаемость проекта: полная, за счёт выручки (оснований для выплаты платы концедента не возникает).

Из отчётности об исполнении региональных бюджетов мы видим, что в период создания Проекта № 1 регион (концедент) имел профицитный бюджет и мог построить объект через государственный заказ. Поэтому проведём сравнение двух механизмов, уравнивая предпосылки по капитальным и операционным расходам.

Исключение — специфические для ГЧП затраты (содержание специальной проектной компании, расходов на банковские гарантии и прочие): они в сценарии ГЧП увеличивают объём операционных расходов.

Проведённое сравнение демонстрирует преимущество ГЧП над государственным контрактом для самоокупаемого Проекта № 1: расходы региона по концессии нулевые, в то время как в сценарии государственного заказа расходы по проекту целиком ложатся на бюджет.



Проект № 2: объект транспортной инфраструктуры в одном из регионов Центрального федерального округа

Сроки проекта:

Стадия проекта	Номер года								8-20
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Проектирование									
Строительство									
Эксплуатация (платная)									

Платёжный механизм: плата концедента, уменьшаемая на коммерческую выручку.

Окупаемость проекта: частичная, источники: выручка и плата концедента.

Бюджет региона-концедента по Проекту № 2 был дефицитным в течении трёх лет с года начала реализации. Предположим, что если бы регион решил построить объект по государственному контракту, то он смог бы приступить к этому в лучшем случае через три года (*исходя из фактического финансирования капитальным грантом только 13% от общих расходов на создание для аккумулирования необходимой суммы региону потребовалось бы не менее семи лет*).

Проведённые на основе фактических значений инфляции расчёты показывают, что из-за сдвига срока создания рост объёма расходов в рамках государственного контракта на проектирование и строительство объекта составил бы более 20%.

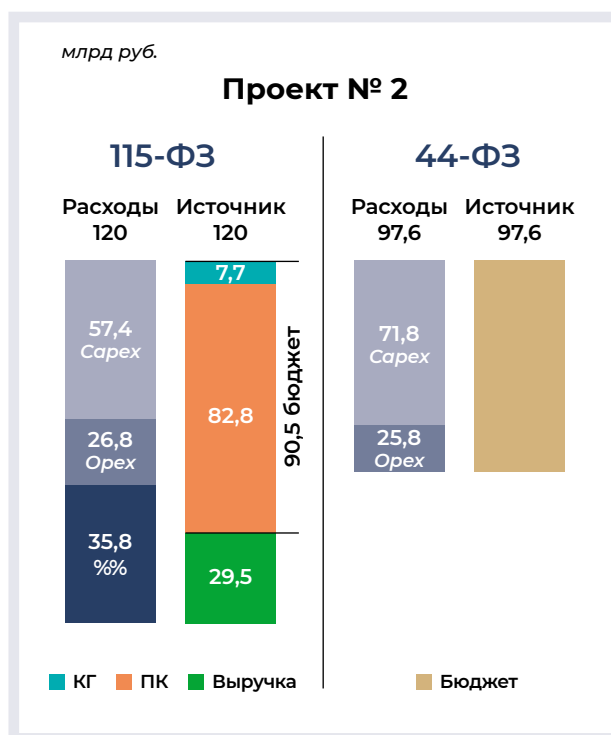
Несмотря на процентное удорожание, расходы региона по проекту в рамках ГЧП ниже — 90,5 млрд руб. (*с учётом покрытия части затрат за счёт коммерческой выручки*) против 97,6 млрд руб. в сценарии государственного заказа.

Поэтому Проект № 2 также предпочтительней реализовывать через механизм ГЧП: мы не откладываем реализацию проекта на неопределённый срок и обеспечиваем возможность получения дохода от эксплуатации объекта.

С учётом продемонстрированных расчётов, в текущей макроэкономической ситуации при подготовке проектов ГЧП наиболее оптимальным представляется сочетание следующих подходов:

- 1) максимальное извлечение коммерческой выручки для покрытия расходов проекта, что снижает нагрузку на бюджет публичного партнёра;
- 2) применение ГЧП с целью более быстрого создания инфраструктурных объектов в условиях бюджетного дефицита.

В текущих условиях ключевая задача рынка ГЧП состоит не просто в поиске инструментов поддержки, а в качественном структурировании проектов, способных генерировать собственный коммерческий поток. Даже при использовании льготных инструментов финансирования именно коммерческая выручка остается главным драйвером повышения эффективности инфраструктурных проектов, поскольку она снижает объем расходов публичной стороны за счет доходов от эксплуатации объектов.



Как итог, на ближайшем этапе развития рынка ГЧП выбор будет за инвесторами, обладающими комплексной экспертизой в структурировании и реализации эффективных коммерческих проектов по созданию инфраструктуры в условиях бюджетных ограничений.

Новые отрасли ГЧП в современных условиях финансового рынка: ВОЗМОЖНОСТИ И ВЫЗОВЫ

Государственно-частное партнёрство остаётся одним из важных механизмов развития инфраструктуры в России. На 1 декабря 2025 года в стране действовало около 4,5 тыс. соглашений в сфере концессий и ГЧП на сумму 7,7 трлн руб., из которых частные инвестиции составляют 5,4 трлн руб. В 2024 году был установлен рекорд по объёму законтрактованных инвестиций: заключено 275 соглашений на сумму около 2,4 трлн руб., включая 1,8 трлн руб. частных инвестиций. На этом фоне особенно остро встаёт вопрос о новых проектах и сферах применения ГЧП.



Вера Александрова

Член Правления АИИК,
управляющий директор,
Блок корпоративно-
инвестиционного
бизнеса Банка ВТБ (ПАО)



Владимир Демидюк

Директор по
развитию бизнеса ВТБ
Инфраструктурный
Холдинг

БЮДЖЕТНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И РЫНОК

Дополнительная востребованность механизма ГЧП обусловлена ограничениями бюджетных возможностей в условиях наличия запроса на создание инфраструктуры: государству нужны новые объекты, а бизнесу — понятные и долгосрочные правила участия в их создании и эксплуатации. В этих условиях механизм ГЧП позволяет ускорять реализацию проектов, распределяя риски между публичной и частной сторонами. При этом сильный перепад в объёме заявленных инвестиций в ГЧП-проекты в 2025 году и возможное отсутствие сопоставимых по масштабу инициатив после 2028 года создают риски как для самого рынка, так и для экономики в целом. Поэтому поиск новых сфер применения ГЧП — это не только вопрос развития инструмента, но и вопрос устойчивости всего инфраструктурного цикла.

КОСМИЧЕСКАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Одним из перспективных направлений является космическая инфраструктура и спутниковые сервисы. В этой сфере речь идёт о создании и эксплуатации объектов и сервисов, связанных с дистанционным зондированием Земли (ДЗЗ), спутниковой связью, наблюдением за территорией и контролем инфраструктуры. Для государства это не только вопрос технологического суверенитета и новых технологий, но и инструмент повышения управляемости территорий, устойчивости связи в труднодоступных районах, а также ориентации на качество услуг за счёт привлечения частного бизнеса. С другой стороны, для привлечения частных инвестиций нужен гарантированный государственный спрос на услуги, создаваемые космотехникой, и, в необходимых случаях, закрытие технологических рисков. Это может обеспечить реализация проектов в формате ГЧП. Так, потребность федеральных органов исполнительной власти (ФОИВ) только в данных ДЗЗ в 2030 году может достигнуть порядка 35 млрд руб.

Космический контур уже получил серьёзную финансовую рамку. До 2036 года на развитие космической деятельности планируется направить 4,5 трлн руб. Через федеральные проекты «Пилотируемая космонавтика» и «Спутниковая связь и наблюдения за Землёй» в ближайшие три года предусмотрены 352 млрд руб. и 181 млрд руб. соответственно. Долю частного финансирования планируется увеличить с 5% до 35% к 2034–2035 годам, а исполнение космического нацпроекта в I квартале 2026 года составило 24,7% против 19,8% в среднем по нацпроектам. Для ГЧП это означает, что космос перестаёт быть исключительно бюджетной историей. Первые концессионные сделки в рамках частной инициативы могут быть заключены в следующем году.

■ ЦИФРОВАЯ СРЕДА И УМНЫЕ ГОРОДА

Ещё один перспективный сегмент — технологии умных городов. Речь идёт о решениях на базе IoT (интернета вещей) и сетей 5G.

IoT — это система подключённых устройств и датчиков, которые собирают, передают и обрабатывают данные в режиме реального времени, а 5G обеспечивает высокую скорость передачи данных и минимальные задержки, что особенно важно для городских цифровых сервисов. В России такие решения уже применяются, но пока в основном точечно — через отдельные сервисы, такие как умное освещение, парковки, видеонаблюдение и мониторинг транспорта.

Потенциал проектов ГЧП в этой сфере может достигать 140–170 млрд руб. Это направление особенно интересно для регионов и крупных городов, где уже есть базовая цифровая инфраструктура и растёт спрос на комплексные решения, объединяющие разные сферы городского хозяйства.

■ ЦЕНТРЫ ОБРАБОТКИ ДАННЫХ (ЦОДЫ)

ЦОДы для государственных нужд могут стать одним из перспективных направлений для ГЧП. Предпосылками этому служат стимулы для развития в ближайшие пять–десять лет:

- цифровизация социальных сервисов и рост доли электронных услуг, запланированные в нацпроекте «Экономика данных и цифровая трансформация государства» до 2030 года;
- развитие технологий искусственного интеллекта для нужд госсектора (по поручению Президента РФ должен быть подготовлен национальный план по внедрению ИИ в экономику);
- разработка цифровых мастер-планов городов и цифровых двойников территорий, а также развитие госпрограммы «Национальная система пространственных данных»;
- ставка на суперкомпьютеры и национальную суперкомпьютерную сеть (предусмотрены дорожной картой, утверждённой правительством в марте 2026 года);
- цель «рост мощностей в 10 раз к 2030 году», как указано в Послании Президента Федеральному Собранию в феврале 2024 года);
- внедрение цифрового рубля в 2026–2028 годах;
- более широкое применение технологий «умного города» в муниципалитетах — транспортная телематика, парковки, умное освещение, выписка штрафов и др.

■ ПРОМЫШЛЕННОЕ ГЧП

Промышленное ГЧП — ещё одно направление, в котором рынок только начинает формироваться с учётом задач по достижению технологического суверенитета и локализации критически важных цепочек. Оно особенно полезно там, где требуется построить или модернизировать объект, находящийся в частной собственности, а государство заинтересовано в результате его работы — выпуске продукции и развитии технологической базы.

В течение десяти лет в смежных промышленных сферах могут появиться проекты ГЧП суммарным объёмом около 210 млрд руб. При этом с 2024 года не было заключено ни одного такого соглашения. Для развития инструмента должны появиться понятные правила распределения рисков с публичной стороной (в том числе гарантии спроса, закрытие технологических рисков, где это необходимо, и возможность сочетать ГЧП с другими инструментами поддержки промышленности).

■ ТРАНСПОРТНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

В транспортной инфраструктуре обходы городов и населённых пунктов остаются одним из наиболее понятных и востребованных типов проектов в формате ГЧП, включая также смежные инициативы. Для регионов такие проекты имеют особое значение, так как одновременно решают транспортные, экологические и градостроительные задачи. Они выводят транзит за пределы жилой застройки, снижают нагрузку на городскую сеть, сокращают время в пути и повышают безопасность движения. В обновлённом плане дорожной деятельности до 2031 года в России предусмотрено завершение строительства более 30 обходов населённых пунктов общей протяжённостью свыше 800 км. По результатам 2025 года на федеральной и региональной дорожной сети было построено 19 обходов, а общий объём работ по строительству, реконструкции и ремонту превысил 28 тыс. км автомобильных дорог федерального и регионального значения.

Следует отметить увеличение количества дорожных государственно-частных проектов, реализуемых в форме долгосрочных инвестиционных соглашений с Государственной компанией «Российские автомобильные дороги». Такая организационно-контрактная схема предусматривает полный цикл дорожных работ, долгосрочное привлечение частных средств и распределение рисков между Госкомпанией (заказчиком), исполнителем и финансирующей организацией. С учётом доработки юридического механизма распределения рисков (в том числе заключения соглашения о взаимодействии) инструмент стал более привлекательным для привлечения частного финансирования при реализации автодорожных проектов.

■ ВОЗМОЖНОСТИ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Новые сферы ГЧП требуют гибких контрактных механизмов и тесного взаимодействия между публичной и частной сторонами. Для каждой из них есть собственные риски — технологические, правовые, организационные и коммерческие. Но именно в таких проектах виден главный потенциал ГЧП: этот инструмент позволяет запускать инфраструктуру там, где традиционные бюджетные модели не дают нужной скорости и масштаба. Он помогает распределять риски, ускорять реализацию проектов и формировать новые рынки, в том числе с точки зрения привлечения частных средств. Именно сочетание классических и новых сфер создаёт для ГЧП долгосрочную перспективу. Там, где есть сложный объект, длинный горизонт окупаемости (или его отсутствие) и значимый социально-общественный эффект, государственно-частное партнёрство может стать наиболее эффективной моделью реализации проекта.

Участок М-11 «Подмосковье» (15–58 км): финансовая архитектура первой дорожной концессии России и её уроки для рынка ГЧП в 2026 году

Участок 15–58 км трассы М-11 стал одной из первых крупных дорожных концессий современной России, реализованных по модели долгосрочного платного инфраструктурного проекта с привлечением частного капитала.



Дмитрий Андрианов

Представитель
концессионера по
проектной деятельности

Проект подтвердил жизнеспособность модели, при которой возврат инвестиций на стадии эксплуатации обеспечивается преимущественно за счёт платы за проезд, а не регулярных бюджетных платежей.

СЗКК — один из первых российских инфраструктурных проектов, успешно использовавших инфраструктурные облигации для рефинансирования банковского долга и привлечения «длинных денег» негосударственных пенсионных фондов. В 2011 году компания разместила на бирже два выпуска общим объёмом 10 млрд рублей сроком на 20 лет с амортизацией долга и купоном, привязанным к инфляции.

Высокое качество проектирования и строительства оказалось не инженерной «надстройкой», а ключевым фактором устойчивости денежного потока благодаря снижению затрат на протяжении жизненного цикла объекта.

Опыт проекта ценен не как универсальный «успех», а как набор практических решений и ограничений, которые необходимо учитывать при структурировании новых ГЧП.

ПОЧЕМУ ПРОЕКТ СЗКК ОСТАЁТСЯ ОРИЕНТИРОМ ДЛЯ РЫНКА ГЧП

Участок 15–58 км скоростной автомагистрали М-11 «Нева» (коммерческое наименование — «М-11 Подмосковье»), построенный и эксплуатируемый Северо-Западной концессионной компанией (ООО «СЗКК»), остаётся одним из наиболее значимых инфраструктурных проектов в истории российского государственно-частного партнёрства.

Концессионное соглашение между Российской Федерацией и СЗКК было подписано в 2009 году. Проект стал одной из первых крупных дорожных концессий страны, реализованных по модели долгосрочной платной дороги с распределением строительного, финансового и частично трафикового рисков между государством и частным инвестором. Для российского рынка конца 2000-х это была практически новая институциональная конструкция.

Проект прошёл почти полный жизненный цикл инфраструктурной концессии:

- ▶ структурирование и финансовое закрытие;
- ▶ проектное банковское финансирование;
- ▶ строительство (2009–2014);
- ▶ запуск в эксплуатацию;
- ▶ обслуживание долга в условиях меняющейся макроэкономической среды.

Именно поэтому М-11 (15–58 км) сегодня представляет особую ценность для анализа: это один из немногих российских дорожных проектов, по которому уже можно оценивать устойчивость концессионной модели на длинном горизонте.

В 2026 году актуальность этого опыта только возрастает. Высокая стоимость заёмного финансирования, ограниченность банковской ликвидности и бюджетная консолидация заставляют государство и инвесторов искать модели, в которых инфраструктура способна обслуживать себя за счёт собственных денежных потоков.

1. Концессионная конструкция: одна из первых российских моделей с коммерческим риском выручки

Общая стоимость проекта превысила 60 млрд рублей. Государство участвовало в финансировании на стадии строительства — через Инвестиционный фонд РФ и инфраструктурную поддержку. Остальная часть финансирования обеспечивалась за счёт акционерного капитала и привлечённого долга.

Ключевая особенность: после ввода дороги в эксплуатацию государство не осуществляет регулярных платежей концессионеру за доступность объекта. Возврат инвестиций и обслуживание долга зависят от фактического трафика и собираемости платы за проезд. Для российского рынка того периода это был принципиально новый подход.

По международной классификации такая модель относится к категории концессий новых платных дорог, создаваемых «с нуля», где коммерческий риск в значительной степени принимает на себя частный инвестор. Аналогичные модели широко используются во Франции, Италии, Испании и Китае. Однако в России впоследствии большинство дорожных ГЧП реализовывались по более консервативной схеме — с платежами концедента за доступность объекта или с гарантированным минимальным доходом.

Причина очевидна: риск недостаточного транспортного потока остаётся наиболее сложным и трудно прогнозируемым элементом инфраструктурной экономики.

2. Финансовая архитектура: как проект «удлинил» деньги

→ Банковское финансирование как стартовая стадия

На этапе строительства проект финансировался за счёт комбинации:

- ✓ средств акционеров;
- ✓ синдицированного кредита (совместно ВЭБ и Сбербанк);
- ✓ государственной инвестиционной поддержки;
- ✓ облигационного займа.

→ Инфраструктурные облигации как прецедент для рынка

В 2011 году СЗКК разместила два выпуска облигаций (серии 03 и 04) общим объёмом 10 млрд рублей.

Ключевые параметры выпусков:

- ✓ **Объём:** два выпуска по 5 млрд рублей.
- ✓ **Срок обращения:** 20 лет, с погашением в 2031 году.
- ✓ **Государственная гарантия:** выпуски обеспечены государственной гарантией Минфина РФ, что позволило привлечь консервативных инвесторов.
- ✓ **Амортизационная структура:** вместо классического единовременного погашения в конце срока применяется амортизация номинала, что синхронизирует график погашения долга с прогнозным денежным потоком от трафика. Благодаря этому эффективная дюрация выпусков, по оценке организаторов, составляет 8–8,5 лет.
- ✓ **Купонная структура:** процентная ставка первого купона была определена по итогам маркетинга в размере 11,15% годовых. Начиная со второго купонного периода, ставка стала плавающей и рассчитывается по формуле: индекс потребительских цен в РФ на начало купонного периода плюс маржа, определённая по итогам букбилдинга. По состоянию на 29-й купонный период ставка составляла 11,14% годовых.
- ✓ **Организаторы размещения:** ЗАО ИК «Тройка Диалог».

Для институциональных инвесторов — прежде всего негосударственных пенсионных фондов — проект предоставил:

- ✓ длинный инвестиционный горизонт, соответствующий природе пенсионных обязательств;
- ✓ физический инфраструктурный актив с прогнозируемым денежным потоком;
- ✓ защиту от инфляции через плавающий купон;
- ✓ частичную государственную защиту рисков благодаря госгарантии.

3. Качество строительства как источник финансовой устойчивости

В инфраструктурных проектах качество строительства напрямую влияет на финансовую модель спустя годы после ввода объекта. Для М-П это особенно показательно.

Проект включал:

- ✓ сложные инженерные сооружения;
- ✓ мостовой переход через канал имени Москвы;
- ✓ участки со сложной геологией;
- ✓ системы водоотведения;
- ✓ локальные очистные сооружения;
- ✓ шумозащитную инфраструктуру.

Для концессионера это было не просто соблюдением нормативов. Поскольку инвестор сам несёт значительную часть эксплуатационного риска, качество строительства напрямую влияет на:

- ✓ объём будущих ремонтов;
- ✓ уровень операционных затрат;
- ✓ доступность трассы;
- ✓ стабильность денежного потока.

Именно поэтому экономика жизненного цикла объекта в подобных проектах часто оказывается важнее первоначальной экономии капитальных затрат на строительство. Высокое качество дорожного покрытия, инженерных сооружений и систем водоотведения позволяет снижать потребность во внеплановых ремонтах и повышать предсказуемость эксплуатационных расходов на длинном горизонте. Этот фактор часто недооценивается при анализе концессий, хотя именно он во многом определяет способность проекта устойчиво обслуживать долг в течение десятилетий.

4. Тарифная модель и регуляторная защита

Для концессий, основанных на пользовательской выручке, критически важна предсказуемость тарифной политики. В проекте СЗКК тарифная формула была закреплена непосредственно в концессионном соглашении. Это обеспечило:

- ✓ механизм индексации;
- ✓ защиту инвестора от произвольного ограничения тарифов;
- ✓ долгосрочную предсказуемость денежного потока.

При этом тарифы оставались политически чувствительной темой. После запуска платного режима в 2015 году проект столкнулся с общественной дискуссией вокруг стоимости проезда, что потребовало корректировки тарифной сетки, развития системы скидок и транспондерных программ.

Это показало важную особенность российских инфраструктурных проектов: даже юридически защищённая концессия неизбежно существует внутри социально-политического контекста.

5. Главный риск — трафик

Ключевой риск подобных проектов — недостаточный транспортный поток. Если фактическая интенсивность движения оказывается ниже прогнозов:

- ✓ сокращается выручка;
- ✓ ухудшаются показатели покрытия долга;
- ✓ повышается риск реструктуризации обязательств.

Мировая практика знает множество подобных примеров — от проблем платных дорожных концессий в Испании до реструктуризаций отдельных проектов в США и Латинской Америке.

Для России этот риск был особенно чувствителен, поскольку культура использования платных дорог в 2010-е годы ещё только формировалась. Тем не менее М-11 стала одним из немногих российских проектов, где модель прогнозирования транспортного потока в целом подтвердила жизнеспособность коммерческой модели на длинном горизонте.

6. Что проект показал рынку ГЧП (что можно масштабировать)

6.1. Инфраструктурные облигации. Опыт СЗКК подтвердил, что инфраструктурные проекты способны привлекать длинный капитал через облигационный рынок при наличии:

- ✓ качественной юридической конструкции;
- ✓ прозрачного денежного потока;
- ✓ понятного распределения рисков;
- ✓ государственной гарантии (на начальном этапе развития рынка).

6.2. Амортизационная структура долга. Постепенное погашение долга лучше соответствует природе инфраструктурных активов, чем классическое единовременное погашение в конце срока. Как показала практика СЗКК, амортизация снижает риск рефинансирования и делает график обслуживания долга предсказуемым для инвестора.

6.3. Закреплённая тарифная формула. Предсказуемость тарифной политики — фундамент кредитоспособности концессии платной дороги. Фиксация формулы в концессионном соглашении с защитой от произвольного изменения тарифов позволяет инвесторам с уверенностью прогнозировать денежный поток на десятилетия вперёд.

6.4. Подход, ориентированный на жизненный цикл, при строительстве. Инвестиции в качество строительства способны существенно снижать будущие операционные расходы и повышать устойчивость проекта. Для концессий, где инвестор несёт эксплуатационный риск, это напрямую влияет на доходность.

7. Какие ограничения выявил проект

➔ Безбарьерная система оплаты: технологическая эффективность ценой собираемости

На участке СЗКК применяется классическая барьерная система оплаты. Её ключевое преимущество — высокая (практически 100-процентная) собираемость платы за проезд, что критически важно для концессионной модели, где возврат инвестиций полностью зависит от поступлений от пользователей.

Альтернативная безбарьерная система (free-flow), хотя и обеспечивает более высокую пропускную способность и комфорт для водителей (отсутствие остановок у шлагбаумов), сопряжена с существенными рисками:

- ✓ уровень фактической собираемости средств при отсутствии развитой системы идентификации и взыскания задолженности;
- ✓ необходимость создания дорогостоящего комплементарного механизма контроля (камеры, обработка номеров, юридическое сопровождение);
- ✓ рост неплатежей со стороны недобросовестных или транзитных пользователей.

Опыт внедрения безбарьерных систем на российских дорогах показывает, что обеспечить уровень собираемости, сопоставимый с барьерными пунктами, удаётся далеко не всегда. Для коммерческих концессий с высоким долгом это может стать критическим риском денежного потока.

Таким образом, выбор между барьерной и безбарьерной моделью — это не вопрос технологического прогресса, а компромисс между пропускной способностью и надёжностью сбора выручки. Барьерная система остаётся более консервативным и предсказуемым решением для проектов с жёсткой зависимостью от платы пользователей.

→ Требуется более гибкое распределение трафикового риска

Для ряда региональных проектов полностью коммерческая модель может оказаться чрезмерно рискованной. Поэтому современные ГЧП все чаще используют:

- ✓ гарантию минимального дохода;
- ✓ платежи за доступность объекта;
- ✓ гибридные механизмы распределения риска.

→ Рынку по-прежнему не хватает длинного капитала

Несмотря на успех облигаций СЗКК, российский рынок инфраструктурного долга остаётся относительно узким. Для масштабирования подобных моделей необходимы:

- ✓ развитие инфраструктурных фондов;
- ✓ расширение участия негосударственных пенсионных фондов;
- ✓ более глубокий вторичный рынок;
- ✓ предсказуемая регуляторная среда.

Заключение: не шаблон, а институциональный прототип

Проект СЗКК на участке М-11 «Подмосковье» остаётся одним из наиболее важных экспериментов российского инфраструктурного финансирования. Он доказал несколько принципиальных положений:

- ✓ дорожная концессия может функционировать преимущественно за счёт пользовательской выручки;
- ✓ рынок капитала способен финансировать длинную транспортную инфраструктуру — размещение 20-летних облигаций с амортизацией стало прецедентом, на который ориентируются новые проекты;
- ✓ качество строительства напрямую влияет на кредитоспособность проекта;
- ✓ защищённая тарифная модель критична для привлечения институциональных инвесторов.

Но ещё важнее другое: проект показал не только преимущества, но и границы применимости полностью коммерческой модели в российских условиях. Именно поэтому опыт М-11 ценен не как универсальная «история успеха», а как практический набор финансовых, инженерных и юридических решений, которые могут использоваться при структурировании нового поколения инфраструктурных проектов — обходов городов, мостов, скоростных магистралей и региональных транспортных коридоров.

Широкое взаимодействие для развития городов

Сегодня развитие городов и качество жизни людей напрямую связаны с реализацией программ по созданию новой инфраструктуры — строительством новых больниц, школ, детских садов и спортивных центров, благоустройством парков и скверов, обновлением городского транспорта и коммунальных сетей.



Андрей Самохин

Главный управляющий директор ВЭБ.РФ, генеральный директор Наццентра «Развивай.РФ»

Для развития городской инфраструктуры нет чётко определённого лучшего инструмента привлечения частных инвестиций. **Концессии и соглашения о ГЧП остаются основным механизмом**, при этом на практике города, безусловно, используют и другие формы, например, инвестиционные соглашения, энергосервисные контракты. Если такие механизмы позволяют модернизировать или создать новую инфраструктуру, привлекая при этом частные инвестиции, то они учитываются в аналитике Развивай.РФ. Для этого мы используем более широкое понятие — **государственно-частное взаимодействие (ГЧВ)**, что позволяет понять, какие условия созданы для работы с частным капиталом. Наша задача — определить, где такая система уже сложилась, а где реализация таких проектов пока требует формирования правовой базы.

Оценка уровня развития ГЧВ в городах стала частью комплексного аналитического инструмента — Индекса Развивай.РФ, который также позволяет измерять качество жизни и оценивать социально-экономическую эффективность инвестиционных проектов. В исследовании по ГЧВ мы оцениваем два направления: проектный опыт городов и институциональную среду. Сначала определяем практический результат — какие соглашения заключены, на какой стадии находятся проекты, объём инвестиций, сроки и разнообразие портфеля по отраслям. На втором этапе смотрим на возможности города для реализации новых проектов. Для этого важно понимать, есть ли инфраструктурное планирование, меры господдержки, открытая информация для инвесторов.

В этом году мы расширили охват исследования: оценили 270 городов — от крупнейших агломераций до малых городов и территорий с особыми режимами и разной экономической специализацией. Теперь обзор позволяет смотреть на ГЧВ как на практику, применимую в городах с разными стартовыми условиями. Следующий важный шаг — развитие комплексной аналитики, позволяющей определить, как проекты ГЧВ влияют на качество жизни простых людей и выявить, что можно улучшить.

По итогам 2025 года экспертную оценку прошли 729 проектов ГЧВ с объёмом инвестиций около 2 трлн рублей. Почти 90% этого объёма пришлось на частные инвестиции. Мы видим, что ГЧВ уже активно применяется для привлечения финансирования и обновления городской инфраструктуры. Однако пока развитие инструмента остаётся неравномерным: также проекты есть у 187 городов, тогда как 90 пока его не используют. Для одних городов ГЧВ уже стало рабочим механизмом, тогда как у других только формируются базовые условия для его реализации.

На топ-20 российских городов приходится 200 проектов с общим объёмом вложений на 1 трлн рублей — это 60% всего объёма инвестиций. Мы видим, что города, входящие в топ-20 по активности, запускают крупные и сложные проекты. В целом понятны и первые базовые шаги: сформировать перечень приоритетных объектов, обеспечить межведомственную координацию, дать доступную информацию для потенциальных инвесторов.

Проектный опыт

808 проектов направлены на оценку

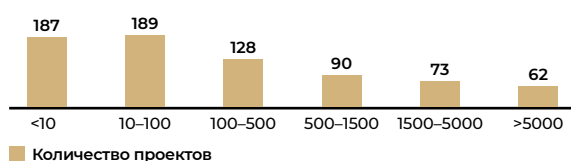
90 город не реализует проекты ГЧВ

187 городов имеют проекты, соответствующие признакам ГЧВ

55 городов не запускали новые ГЧВ проекты за последние 4 года

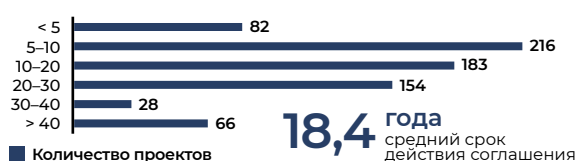
Капиталоемкость проектов

Распределение проектов по объёму инвестиций, млн руб.



Длительность проектов

Распределение соглашений по сроку действия, лет



729 проектов
прошли экспертную оценку
«классическое» + квази- ГЧВ*

Приходится на города ТОП-20

197 проектов (доля 27%) **1,05** трлн руб. (доля 56,1%)

1,87 трлн руб.
общий объём инвестиций

2025 **202** млрд руб.
общий объём инвестиций

6,3 млрд руб.
средний объём инвестиций
на один город

37 проектов
запущены
городами

87 %
доля частных
инвестиций

ФОРМЫ

«Классическое» ГЧВ:

- ▶ Концессионные соглашения
- ▶ Соглашения о ГЧВ/МЧП

Квази-ГЧВ:

- ▶ Контракты жизненного цикла
- ▶ Энергосервисные контракты с признаками ГЧВ

- ▶ Инвестиционные соглашения с признаками ГЧВ
- ▶ Создание СПК

Мы видим города, которые активнее других внедряют новые механизмы инвестирования в инфраструктуру и заметно улучшили позиции в 2025 году. Все города-участники находятся в разных условиях, поэтому рост может быть неравномерным. Например, Димитровград усилил позиции за счёт закрепления кураторов проектов и продления налоговых льгот для концессионеров. Норильск подготовил дорожную карту комплексного развития территорий с включением механизмов ГЧВ. Нальчик создал межведомственную команду, которая отбирает потенциальные проекты. В Нарьян-Маре и Сарапуле введены льготные ставки для инвесторов, введён чёткий регламент для реализации ГЧВ. Города могут развивать этот инструмент благодаря настройке нормативно-правовой базы, однако лучший результат достигается при комплексном подходе.

Проекты ГЧВ объединяют фокус на улучшении качества жизни обычных семей — это не просто стратегический ориентир, а возможность для создания качественной инфраструктуры: удобный городской транспорт, благоустроенные парки, надёжное водоснабжение и отопление, новые школы и поликлиники в шаговой доступности.

Победитель — **Горенко Анастасия Евгеньевна** — юрист в области государственно-частного партнёрства (ГЧП) и художник.



По словам Анастасии, она привыкла смотреть на инфраструктуру через документы, переговоры и юридические механизмы. В то же время за любым проектом всегда стоят люди и их труд. Поэтому в своей работе она изобразила инфраструктуру не как набор объектов, а как результат совместного труда, доверия и прогресса.

В 2024 году вернулась к творчеству и начала профессионально развивать художественную практику через изучение живописи и работу в открытых мастерских. Работает маслом в классической технике с элементами современного искусства.

В 2026 году 2 работы Анастасии были представлены на выставке современного искусства «Витамин счастья», организованной ARTLINE PROLECT.

Для заметок

[illegible]

Участие в АИИК для решения задач Вашего бизнеса

Экспертная поддержка

- ▶ Наличие Экспертного совета, в котором представлены ведущие эксперты рынка ГЧП, представляющие интересы финансирующих организаций, инвесторов, крупного бизнеса, научного сообщества.
- ▶ Эффективный диалог с представителями органов власти, участвующих в согласовании и реализации проектов ГЧП.
- ▶ Содействие консолидации позиций различных ФОИВ в части регулирования инвестиций в инфраструктурные проекты (Минэкономразвития России, Минфин России, Минтранс России).
- ▶ Возможность влияния на совершенствование законодательства и продвижение GR-инициатив.

Чем мы можем быть Вам полезны

- ▶ Продвижение GR-инициатив ключевых участников рынка ГЧП (инвесторы, банки и др.) от лица независимого и не аффилированного ни с кем участника рынка.
- ▶ Разработка предложений по совершенствованию бюджетного законодательства, законодательства о концессионных соглашениях, смежного законодательства в сфере инфраструктурного строительства, донесение позиций бизнеса и кредиторов до регуляторов.
- ▶ Продвижение информации о проектах участников АИИК, популяризация и «обеление» рынка ГЧП.
- ▶ Создание условий для эффективного взаимодействия представителей бизнеса, кредиторов и власти.



АССОЦИАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ
ИНВЕСТОРОВ И КРЕДИТОРОВ



+7 (495) 108-24-57



info@asiic.ru



Москва,
Пресненская наб., 8с1,
МФК «Город Столиц»



asiic.ru



WWW.ASIIC.RU



@INVESTORS_CREDITORS