

Э. Р. Йескомб

# ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОЕ ПАРТНЕРСТВО

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Перевод с английского



Москва  
2019

# **ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОЕ ПАРТНЕРСТВО**

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

E. R. Yescombe

# **PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP**

PRINCIPLES OF POLICY AND FINANCE



УДК 334.7  
ББК 65.290.33  
ИЗО

Научные редакторы  
Р. Ф. Яббаров, Э. Ш. Джураев, Н. Л. Персод, С. Г. Самолис

ИЗО Государственно-частное партнерство: Основные принципы финансирования /  
Э. Р. Йескомб ; Пер. с англ. — М. : Альпина Паблишер, 2019. — 457 с.

ISBN 978-5-9614-1700-5

В своей книге профессор Йескомб предлагает уникальное всестороннее описание процессов, участников и сложившихся мировых практик государственно-частного партнерства, а также подробно рассказывает об основных финансовых аспектах реализации проектов ГЧП. Это ему удастся, прежде всего, благодаря богатому личному опыту участия в проектах как со стороны государства, так и со стороны частного сектора.

Книга рекомендована для широкого круга читателей, интересующихся практическими вопросами финансирования и управления инфраструктурными проектами с использованием механизмов ГЧП.

УДК 334.7  
ББК 65.290.33

Издано при содействии АНО «НИИ корпоративного и проектного управления»,  
Евразийского банка развития и Clifford Chance CIS Limited

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу [lib@nonfiction.ru](mailto:lib@nonfiction.ru)*

© Yescombe Consulting Ltd., 2007. Published by Elsevier Ltd.

This edition of Public-Private Partnerships Principles of Policy and Finance by E. R. Yescombe is published by arrangement with ELSEVIER LIMITED of the Boulevard, Langford Lane, Kidlington, Oxford, OX5 1GB, UK.

ISBN 978-5-9614-1700-5 (рус.)  
ISBN 978-0-7506-8054-7 (англ.)

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2019

## Оглавление

От партнеров издания . . . . .	15
Введение . . . . .	18

### ЧАСТЬ I

Глава 1. <b>Что такое государственно-частное партнерство?</b> . . . . .	<b>21</b>
§ 1.1. Введение . . . . .	21
§ 1.2. Объекты общественного назначения и частный сектор . . . . .	21
§ 1.3. Виды государственно-частного партнерства . . . . .	22
§ 1.3.1. Определение . . . . .	22
§ 1.3.2. ГЧП и государственные закупки . . . . .	24
§ 1.3.3. Терминология . . . . .	25
§ 1.4. Строительные проекты . . . . .	25
§ 1.4.1. Концессии и франшизы . . . . .	25
§ 1.4.2. Соглашения о покупке электроэнергии . . . . .	26
§ 1.4.3. ВОО — ВОТ — ВТО — DBFO . . . . .	29
§ 1.4.4. Использование проектного финансирования для концессий . . . . .	29
§ 1.4.5. Частная финансовая инициатива. . . . .	31
§ 1.5. ГЧП и общественная инфраструктура . . . . .	33
§ 1.6. Типы ГЧП. . . . .	34
§ 1.6.1. Возможность использования . . . . .	36
§ 1.6.2. Здания. . . . .	36
§ 1.6.3. Оборудование, системы или сети. . . . .	36
§ 1.6.4. Обслуживающее предприятие . . . . .	37
Глава 2. <b>ГЧП: «за» и «против»</b> . . . . .	<b>38</b>
§ 2.1. Введение . . . . .	38
§ 2.2. Новое государственное управление. ГЧП и приватизация . . . . .	38
§ 2.3. Выплаты из бюджета . . . . .	40
§ 2.4. Взаимодополняемость . . . . .	40
§ 2.5. Затраты на финансирование и перенос риска . . . . .	41
§ 2.6. Перенос риска и «эффективность расходования средств» . . . . .	42
§ 2.6.1. Строительный риск . . . . .	42
§ 2.6.2. Риск, связанный с использованием объекта . . . . .	43
§ 2.6.3. Готовность к эксплуатации и риск несоответствия объекта требованиям заказчика . . . . .	43
§ 2.6.4. Затраты на обслуживание и эксплуатацию . . . . .	43
§ 2.6.5. Практика переноса рисков. . . . .	43
§ 2.7. Экономия за счет эффекта масштаба . . . . .	44
§ 2.8. Распределение затрат на период жизненного цикла и обслуживания объектов . . . . .	45

§ 2.9.	Преимущества привлечения частных компаний . . . . .	45
§ 2.9.1.	Выбор проекта . . . . .	45
§ 2.9.2.	Управление проектами . . . . .	46
§ 2.9.3.	Ограниченная ответственность . . . . .	46
§ 2.9.4.	Эффективность . . . . .	52
§ 2.9.5.	Инновации . . . . .	52
§ 2.9.6.	Поступления от третьей стороны . . . . .	53
§ 2.9.7.	Риск потери и обесценивания капитала . . . . .	53
§ 2.9.8.	Проверка финансового состояния третьей стороной . . . . .	53
§ 2.9.9.	Проблема «принципал — агент» . . . . .	53
§ 2.10.	Реформирование государственного сектора . . . . .	54
§ 2.10.1.	Прозрачность и возможность учета . . . . .	54
§ 2.10.2.	Опыт проведения государственных закупок . . . . .	54
§ 2.10.3.	Менеджмент . . . . .	55
§ 2.10.4.	Сравнение ГЧП и системы государственных закупок . . . . .	55
§ 2.11.	Недостатки ГЧП . . . . .	55
§ 2.12.	Гибкость . . . . .	56
§ 2.13.	ГЧП и политика . . . . .	57
<b>Глава 3.</b>	<b>Распространение ГЧП в странах мира . . . . .</b>	<b>59</b>
§ 3.1.	Введение . . . . .	59
§ 3.2.	Развитие программ ГЧП . . . . .	66
§ 3.3.	Законодательная база . . . . .	68
§ 3.4.	Великобритания. . . . .	70
§ 3.4.1.	История . . . . .	70
§ 3.4.2.	Развитие программы PFI . . . . .	72
§ 3.4.3.	Современная политика . . . . .	76
§ 3.5.	Соединенные Штаты Америки . . . . .	77
§ 3.6.	Австралия . . . . .	80
§ 3.7.	Франция . . . . .	83
§ 3.8.	Южная Корея . . . . .	83
§ 3.8.1.	Предыстория . . . . .	83
§ 3.8.2.	Развитие программы PFI . . . . .	85
§ 3.9.	Испания . . . . .	87
§ 3.10.	Южная Африка . . . . .	88

## ЧАСТЬ II

<b>Глава 4.</b>	<b>Денежные поступления и инвестиционный анализ . . . . .</b>	<b>96</b>
§ 4.1.	Введение . . . . .	96
§ 4.2.	Чистая дисконтированная стоимость, или дисконтированный поток денежных средств . . . . .	96
§ 4.3.	Внутренняя норма рентабельности . . . . .	99
§ 4.4.	Проблемы, связанные с исчислением чистой дисконтированной стоимости и внутренней нормы рентабельности . . . . .	99
§ 4.4.1.	NPV и масштаб проектов . . . . .	100
§ 4.4.2.	IRR и отток или приток денежных средств . . . . .	100
§ 4.4.3.	IRR и реинвестирование денежных средств . . . . .	101
§ 4.4.4.	IRR и различные сроки существования проектов . . . . .	103
§ 4.4.5.	Единая дисконтная ставка . . . . .	104
§ 4.4.6.	Денежные вложения и риск . . . . .	104

§ 4.5.	Использование расчетов для ГЧП . . . . .	104
§ 4.5.1.	Расчеты, производимые государственными органами . . . . .	104
§ 4.5.2.	Расчеты, производимые инвесторами . . . . .	104
§ 4.5.3.	Использование расчетов в соглашениях о ГЧП. . . . .	105
§ 4.5.4.	Расчеты, производимые кредиторами . . . . .	105
Глава 5.	<b>Принятие решений об инвестировании в государственном секторе . . . . .</b>	<b>106</b>
§ 5.1.	Введение . . . . .	106
§ 5.2.	Экономическое обоснование . . . . .	106
§ 5.2.1.	Внешние эффекты . . . . .	106
§ 5.2.2.	Анализ доходов и расходов. . . . .	107
§ 5.2.3.	Ставка дисконтирования государственного сектора . . . . .	108
§ 5.2.4.	Ставка доходности. . . . .	110
§ 5.3.	Оценка эффективности расходования средств и компаратор государственного сектора . . . . .	110
§ 5.3.1.	Сравнение затрат . . . . .	111
§ 5.3.2.	Дисконтная ставка . . . . .	112
§ 5.3.3.	Поправки с учетом переноса риска. . . . .	113
§ 5.3.4.	Доходы от налогов. . . . .	114
§ 5.3.5.	Надежность КГС . . . . .	114
§ 5.4.	Обоснованная стоимость . . . . .	116
§ 5.5.	Постановка на баланс государственного сектора . . . . .	116
§ 5.5.1.	Концессии . . . . .	117
§ 5.5.2.	PFI-капитализируемая и оперативная аренда . . . . .	119
§ 5.5.3.	PFI-решение, предложенное Евростатом . . . . .	120
§ 5.5.4.	PFI-решение, предложенное Великобританией . . . . .	121
Глава 6.	<b>Проведение государственных конкурсов и контроль исполнения соглашений. . . . .</b>	<b>124</b>
§ 6.1.	Введение . . . . .	124
§ 6.2.	Управление проектом . . . . .	125
§ 6.2.1.	Команда проекта и методы руководства. . . . .	125
§ 6.2.2.	Обзор проекта . . . . .	126
§ 6.3.	Процедура проведения конкурса. . . . .	127
§ 6.3.1.	Процесс подачи заявок на конкурс . . . . .	127
§ 6.3.2.	Зондирование игроков на рынке . . . . .	128
§ 6.3.3.	Предварительный конкурс. . . . .	129
§ 6.3.4.	Тендерная документация. . . . .	129
§ 6.3.5.	Общение с участниками конкурса . . . . .	130
§ 6.3.6.	Рассмотрение заявок . . . . .	131
§ 6.3.7.	Рентабельность . . . . .	132
§ 6.3.8.	Переговоры по завершении конкурса . . . . .	132
§ 6.3.9.	Присуждение контракта . . . . .	134
§ 6.4.	Другие проблемы, связанные с проведением конкурса . . . . .	134
§ 6.4.1.	Гарантия финансирования. . . . .	134
§ 6.4.2.	Заявки, не соответствующие условиям конкурса . . . . .	134
§ 6.4.3.	Изменения в составе участников . . . . .	134
§ 6.4.4.	Внесение залога . . . . .	134
§ 6.4.5.	Возмещение расходов на участие в конкурсе . . . . .	135
§ 6.4.6.	Возможные проблемы . . . . .	135
§ 6.4.7.	Предложения, сделанные без объявления конкурса. . . . .	135
§ 6.5.	Комплексная юридическая оценка. . . . .	136
§ 6.5.1.	Проектные решения . . . . .	136

	§ 6.5.2. Соглашения о субподряде . . . . .	136
	§ 6.5.3. Финансирование . . . . .	137
	§ 6.5.4. Завершение оформления финансовых аспектов проекта . . . . .	137
§ 6.6.	Контроль за исполнением соглашения . . . . .	138
	§ 6.6.1. Проектное решение . . . . .	138
	§ 6.6.2. Субподрядчики . . . . .	138
	§ 6.6.3. Надзор за ходом строительных работ . . . . .	139
	§ 6.6.4. Финансирование . . . . .	139
	§ 6.6.5. Оказание услуг до завершения проекта . . . . .	140
	§ 6.6.6. Приемка объекта . . . . .	140
	§ 6.6.7. Этап эксплуатации . . . . .	140
	§ 6.6.8. Передача объекта государственным органам . . . . .	140
§ 6.7.	Привлечение независимых консультантов . . . . .	141
	§ 6.7.1. Финансовый консультант . . . . .	142
	§ 6.7.2. Консультации по правовым вопросам . . . . .	143
	§ 6.7.3. Технические консультанты. . . . .	144
	§ 6.7.4. Консультации в области страхования . . . . .	145
	§ 6.7.5. Стоимость услуг консультантов . . . . .	145
<b>Глава 7.</b>	<b>Перспективы привлечения частных инвесторов . . . . .</b>	<b>146</b>
§ 7.1.	Введение . . . . .	146
§ 7.2.	Инвестиционный пул . . . . .	146
	§ 7.2.1. Спонсоры и прочие первичные инвесторы . . . . .	146
	§ 7.2.2. Вторичные инвесторы . . . . .	149
	§ 7.2.3. Ограничения прав на передачу собственности на акции. . . . .	150
§ 7.3.	Принятие решения об инвестировании. . . . .	151
	§ 7.3.1. Стоимость капитала . . . . .	151
	§ 7.3.2. Внутренняя норма рентабельности на собственный капитал . . . . .	154
	§ 7.3.3. Собственный капитал компании и субординированный долг . . . . .	157
	§ 7.3.4. Покупка акций и доход от инвестиций. . . . .	158
§ 7.4.	Проведение конкурса и реализация проекта. . . . .	159
§ 7.5.	Проблемы, связанные с совместными предприятиями. . . . .	160
§ 7.6.	Проектная компания. . . . .	161
	§ 7.6.1. Структура компании . . . . .	161
	§ 7.6.2. Соглашение между акционерами. . . . .	162
	§ 7.6.3. Управление и эксплуатация . . . . .	163
§ 7.7.	Приглашенные консультанты. . . . .	164
<b>ЧАСТЬ III</b>		
<b>Глава 8.</b>	<b>Проектное финансирование и ГЧП . . . . .</b>	<b>166</b>
§ 8.1.	Введение . . . . .	166
§ 8.2.	Эволюция проектного финансирования . . . . .	166
§ 8.3.	Особенности проектного финансирования . . . . .	168
§ 8.4.	Рынок проектного финансирования. . . . .	169
	§ 8.4.1. Масштабы рынка . . . . .	169
	§ 8.4.2. Проектное финансирование и структурированное финансирование. . . . .	171



§ 8.5.	Зачем использовать проектное финансирование для ГЧП? . . . . .	174
§ 8.5.1.	Преимущества для инвесторов . . . . .	174
§ 8.5.2.	Преимущества для государственных органов . . . . .	177
§ 8.5.3.	Корпоративные финансы . . . . .	178
<b>Глава 9.</b>	<b>Финансирование частных компаний: источники и процедуры . . . . .</b>	<b>179</b>
§ 9.1.	Введение . . . . .	179
§ 9.2.	Роль консультанта по финансовым вопросам . . . . .	179
§ 9.3.	Коммерческие банки . . . . .	181
§ 9.3.1.	Основные банки, занятые проектным финансированием . . . . .	182
§ 9.3.2.	Организаторы облигационных займов и финансовые консультанты . . . . .	184
§ 9.3.3.	Письма обязательства и письма о намерениях . . . . .	185
§ 9.3.4.	Комплексная юридическая оценка со стороны кредиторов . . . . .	186
§ 9.3.5.	Соглашение об основных условиях, подписка и документация . . . . .	188
§ 9.3.6.	Организация ведущим банком синдиката для предоставления кредита . . . . .	189
§ 9.3.7.	Посреднические операции . . . . .	191
§ 9.4.	Выпуск облигаций . . . . .	192
§ 9.4.1.	Комплексная юридическая проверка . . . . .	193
§ 9.4.2.	Размещение облигаций . . . . .	194
§ 9.4.3.	Рынок облигаций для проектного финансирования . . . . .	196
§ 9.4.4.	Узкоспециализированные страховые компании . . . . .	197
§ 9.5.	Банковские займы и облигации . . . . .	198
§ 9.6.	Мезонинный долг . . . . .	199

## ЧАСТЬ IV

<b>Глава 10.</b>	<b>Финансовая структура . . . . .</b>	<b>202</b>
§ 10.1.	Введение . . . . .	202
§ 10.2.	Финансовая модель . . . . .	202
§ 10.3.	Входные и исходящие параметры модели . . . . .	204
§ 10.3.1.	Макроэкономические предпосылки . . . . .	204
§ 10.3.2.	Расходы на приобретение основного капитала . . . . .	204
§ 10.3.3.	Затраты на содержание и текущий ремонт объекта и операционные расходы . . . . .	206
§ 10.3.4.	Доходы . . . . .	207
§ 10.3.5.	Выходные параметры модели . . . . .	208
§ 10.3.6.	Чувствительность . . . . .	208
§ 10.3.7.	Аудит модели . . . . .	209
§ 10.3.8.	Базовый сценарий . . . . .	209
§ 10.4.	Затраты на финансирование . . . . .	210
§ 10.4.1.	Кредитная маржа . . . . .	210
§ 10.4.2.	Дополнительные затраты . . . . .	211
§ 10.4.3.	Комиссионные . . . . .	212
§ 10.4.4.	Комиссия за резервирование . . . . .	212
§ 10.4.5.	Агентская комиссия . . . . .	212
§ 10.4.6.	Облигации и другие инструменты с фиксированной ставкой . . . . .	213

§ 10.5.	Структура долга . . . . .	214
§ 10.5.1.	Сроки кредитования . . . . .	214
§ 10.5.2.	Схема погашения задолженности . . . . .	214
§ 10.5.3.	Средняя продолжительность выплаты кредитов . . . . .	216
§ 10.5.4.	Интервал между окончательной выплатой долга и завершением срока действия соглашения о ГЧП . . . . .	217
§ 10.5.5.	Гибкость в погашении долга. . . . .	218
§ 10.5.6.	Крупные единовременные выплаты долга в конце срока погашения. . . . .	219
§ 10.5.7.	Автоматическое перечисление избыточных денежных средств на погашение задолженности . . . . .	220
§ 10.5.8.	Прирост задолженности . . . . .	221
§ 10.5.9.	Резерв на непредвиденные расходы . . . . .	221
§ 10.6.	Коэффициент покрытия пассивов собственным капиталом. . . . .	222
§ 10.6.1.	Свободные денежные средства для обслуживания долга (CADS) . . . . .	223
§ 10.6.2.	Ежегодный коэффициент покрытия долга . . . . .	224
§ 10.6.3.	Коэффициент покрытия срока кредита . . . . .	225
§ 10.6.4.	Коэффициент покрытия срока службы проектируемого объекта. . . . .	225
§ 10.6.5.	Расчет коэффициента покрытия . . . . .	226
§ 10.6.6.	Другие проблемы, возникающие в связи с расчетами коэффициента покрытия. . . . .	226
§ 10.7.	Отношение коэффициента покрытия к соотношению собственных и заемных средств и прибыль от акций. . . . .	229
§ 10.8.	Вопросы ведения бухгалтерского учета и налогообложения. . . . .	231
§ 10.8.1.	Расчет налога. . . . .	232
§ 10.8.2.	Налоговые платежи . . . . .	233
§ 10.8.3.	Дивидендная ловушка . . . . .	233
§ 10.9.	Право регресса по отношению к спонсорам . . . . .	234
Глава 11.	<b>Финансовое хеджирование . . . . .</b>	<b>237</b>
§ 11.1.	Введение . . . . .	237
§ 11.2.	Риск изменения процентной ставки. . . . .	237
§ 11.2.1.	Хеджирование, которое проводят государственные органы . . . . .	239
§ 11.2.2.	Свопы процентных ставок . . . . .	239
§ 11.2.3.	Риск и потери из-за досрочного расторжения соглашения. . . . .	241
§ 11.2.4.	Методы расчета ставок по свопам процентных ставок . . . . .	244
§ 11.2.5.	Ведение документации ISDA . . . . .	244
§ 11.2.6.	Кредитная премия и штраф за досрочное прекращение сделки . . . . .	245
§ 11.2.7.	Масштаб и длительность хеджирования ставки процента . . . . .	247
§ 11.2.8.	Ценовая конкуренция при заключении своп-сделок . . . . .	248
§ 11.2.9.	Риск пролонгирования . . . . .	249
§ 11.2.10.	Другие виды хеджирования ставки процента. . . . .	250
§ 11.2.11.	Повторное депонирование дохода от облигаций (гарантированное инвестиционное соглашение) . . . . .	251
§ 11.2.12.	Расходы при досрочном погашении облигаций . . . . .	252
§ 11.2.13.	Период от подачи заявок до завершения оформления финансовых аспектов проекта. . . . .	254
§ 11.2.14.	Следует ли проектной компании заниматься хеджированием процентных ставок? . . . . .	257

§ 11.3.	Проблема инфляции . . . . .	258
§ 11.3.1.	Инфляция номинальная и реальная . . . . .	258
§ 11.3.2.	Индексы инфляции и прогнозы . . . . .	260
§ 11.3.3.	Прогнозы уровня инфляции . . . . .	262
§ 11.3.4.	Влияние проиндексированной платы за услуги на структуру финансирования. . . . .	263
§ 11.3.5.	Следует ли проводить полную индексацию платы за услуги? . . . . .	265
§ 11.3.6.	Кредиты, индексируемые с учетом темпов инфляции. . . . .	266
§ 11.3.7.	Инфляционный арбитраж . . . . .	269
§ 11.3.8.	Штраф за досрочное погашение. . . . .	270
§ 11.3.9.	Инфляционные свопы. . . . .	271
§ 11.3.10.	Своп ограниченного изменения уровня цен . . . . .	273
§ 11.3.11.	Соединение свопа процентной ставки и инфляционного свопа. . . . .	273
§ 11.3.12.	Роль государственных органов . . . . .	274
§ 11.3.13.	Индекс инфляции не подходит для страхования риска . . . . .	275
<b>Глава 12.</b>	<b>Как кредиторы управляют денежными средствами.</b>	
	<b>Вопросы страхования и взыскания задолженности . . . . .</b>	<b>277</b>
§ 12.1.	Введение . . . . .	277
§ 12.2.	Контроль движения кассовой наличности. . . . .	277
§ 12.2.1.	Счет расходов . . . . .	278
§ 12.2.2.	Отказ от предоставления средств . . . . .	279
§ 12.2.3.	Движение кассовой наличности по каскадной схеме . . . . .	279
§ 12.2.4.	Резервные счета . . . . .	280
§ 12.2.5.	Контроль за распределением прибыли между инвесторами. . . . .	283
§ 12.3.	Обеспечение кредита. . . . .	284
§ 12.3.1.	Обеспечение соглашений и финансовых средств . . . . .	285
§ 12.3.2.	Обеспечение акций проектной компании. . . . .	286
§ 12.3.3.	Прямые соглашения. . . . .	286
§ 12.4.	Роль страхования . . . . .	288
§ 12.4.1.	Страховые брокеры и консультанты . . . . .	288
§ 12.4.2.	Страхование на этапе строительства. . . . .	289
§ 12.4.3.	Страховки, которые оформляются на этапе эксплуатации. . . . .	291
§ 12.4.4.	Франшиза. . . . .	292
§ 12.4.5.	Риск превышения расходов на выплату страховой премии . . . . .	293
§ 12.4.6.	Нестраховые риски . . . . .	293
§ 12.4.7.	Контроль за страховыми поступлениями . . . . .	294
§ 12.4.8.	Требования, предъявляемые кредиторами . . . . .	295
§ 12.5.	Случаи неисполнения обязательств . . . . .	296
§ 12.6.	Проблемы в отношениях между кредиторами . . . . .	298
§ 12.6.1.	Поставщики свопов процентных ставок. . . . .	298
§ 12.6.2.	Кредиторы, выдающие кредит под твердый процент . . . . .	299
§ 12.6.3.	Кредиты, индексируемые с учетом инфляции, или свопы . . . . .	300
§ 12.6.4.	Кредиторы второй очереди . . . . .	300
§ 12.6.5.	Кредиторы, предоставляющие субординированные кредиты . . . . .	301

## ЧАСТЬ V

<b>Глава 13.</b>	<b>Схема начисления платы за услуги . . . . .</b>	<b>302</b>
§ 13.1.	Введение . . . . .	302
§ 13.2.	Предмет соглашения . . . . .	302

§ 13.3.	Структура оплаты . . . . .	304
§ 13.3.1.	Условия соглашения. . . . .	305
§ 13.3.2.	График платежей . . . . .	306
§ 13.3.3.	Выплата дохода на этапе строительства . . . . .	306
§ 13.3.4.	Задержка при завершении строительства. . . . .	307
§ 13.3.5.	Увеличение расходов на приобретение основного капитала . . . . .	308
§ 13.3.6.	Выплаты по инвестициям в пользу государственных органов . . . . .	308
§ 13.3.7.	Выплаты дохода в пользу государственных органов. . . . .	308
§ 3.4.	Платежи, основанные на степени использования объекта . . . . .	309
§ 13.4.1.	Требования к концессии . . . . .	310
§ 13.4.2.	Размеры дорожных пошлин . . . . .	311
§ 13.4.3.	Финансовая поддержка государственных органов. . . . .	311
§ 13.4.4.	Ограничение доходов. . . . .	313
§ 13.4.5.	Скрытая плата . . . . .	316
§ 13.4.6.	Штрафные санкции . . . . .	317
§ 13.5.	Оплата за готовность к эксплуатации . . . . .	317
§ 13.5.1.	Неготовность объекта . . . . .	319
§ 13.5.2.	Качество услуг . . . . .	321
§ 13.5.3.	Замена субподрядчиков . . . . .	322
§ 13.5.4.	Другие показатели для оценки результатов работы . . . . .	323
§ 13.6.	Смешанное использование и плата за готовность объекта . . . . .	323
§ 13.7.	Третьи лица и вторичные доходы . . . . .	323
<b>Глава 14.</b>	<b>Оценка и перенос риска. . . . .</b>	<b>324</b>
§ 14.1.	Введение . . . . .	324
§ 14.2.	Принципы переноса риска . . . . .	324
§ 14.3.	Таблица рисков . . . . .	327
§ 14.4.	Политические риски . . . . .	331
§ 14.5.	Риски, связанные с площадкой проекта. . . . .	332
§ 14.5.1.	Приобретение площадки. . . . .	332
§ 14.5.2.	Состояние грунта . . . . .	333
§ 14.5.3.	Разрешительная документация . . . . .	334
§ 14.5.4.	Влияние проекта на окружающую среду и связанные с этим риски . . . . .	334
§ 14.5.5.	Археологическая и палеонтологическая экспертиза. . . . .	335
§ 14.5.6.	Право доступа на территорию площадки и ограниченное право пользования ею . . . . .	335
§ 14.5.7.	Подключение площадки к коммунальным сетям. . . . .	336
§ 14.5.8.	Противники проекта . . . . .	336
§ 14.5.9.	Использование не востребовавшей земли . . . . .	336
§ 14.6.	Риски, связанные со строительством объекта . . . . .	337
§ 14.6.1.	Соглашение о субподряде . . . . .	338
§ 14.6.2.	Строительная организация-субподрядчик . . . . .	339
§ 14.6.3.	Корректировка цен . . . . .	342
§ 14.6.4.	Риски строительной организации-субподрядчика. . . . .	343
§ 14.6.5.	Доход во время строительства. . . . .	343
§ 14.7.	Риск несвоевременного завершения проекта. . . . .	344
§ 14.7.1.	Задержки по вине субподрядчика. . . . .	344
§ 14.7.2.	Другие причины задержек . . . . .	347
§ 14.7.3.	Риск при проектировании . . . . .	347

§ 14.7.4. Производственные показатели после завершения строительства объекта . . . . .	347
§ 14.8. Риски, связанные с этапом эксплуатации. . . . .	349
§ 14.8.1. Риск недостаточного использования. . . . .	349
§ 14.8.2. Риск, связанный с окружением (социальным и т. д.) проекта . . . . .	351
§ 14.8.3. Выручка от платежей . . . . .	352
§ 14.8.4. Готовность объекта и качество услуг. . . . .	353
§ 14.8.5. Операционные расходы . . . . .	353
§ 14.8.6. Техническое обслуживание и текущий ремонт объекта . . . . .	354
<b>Глава 15. Изменения в ситуации и расторжение соглашения . . . . .</b>	<b>356</b>
§ 15.1. Введение . . . . .	356
§ 15.2. Компенсационные случаи . . . . .	357
§ 15.2.1. Финансовое равновесие . . . . .	357
§ 15.2.2. Проведение тендера. . . . .	359
§ 15.2.3. Изменения . . . . .	359
§ 15.2.4. Риски государственных органов . . . . .	360
§ 15.2.5. Изменения в законодательстве . . . . .	361
§ 15.3. Случаи освобождения от ответственности. . . . .	363
§ 15.4. Вмешательство и замена. . . . .	364
§ 15.4.1. Вмешательство в чрезвычайных ситуациях. . . . .	364
§ 15.4.2. Вмешательство кредиторов и замена . . . . .	364
§ 15.5. Досрочное расторжение соглашения по причине отказа проектной компании от исполнения своих обязательств . . . . .	366
§ 15.5.1. Выплата оставшейся части долга . . . . .	368
§ 15.5.2. Стоимость активов . . . . .	369
§ 15.5.3. NPV ожидаемого движения кассовой наличности. . . . .	369
§ 15.5.4. Расчет скорректированного базового сценария . . . . .	370
§ 15.5.5. Продажа на открытом рынке . . . . .	372
§ 15.5.6. Отказ от исполнения обязательств на этапе строительства. . . . .	373
§ 15.5.7. Усиление финансирования . . . . .	373
§ 15.6. Расторжение соглашения по желанию заказчика или отказ государственных органов от исполнения обязательств . . . . .	374
§ 15.7. Досрочное расторжение соглашения при форс-мажорных обстоятельствах . . . . .	377
§ 15.8. Досрочное расторжение вследствие коррупции. . . . .	379
§ 15.9. Досрочное расторжение соглашения и субподрядчики. . . . .	379
§ 15.10. Налоговые последствия выплаты компенсации за досрочное расторжение соглашения . . . . .	379
§ 15.11. Погашение в конце срока, риск, связанный со стоимостью, дисконтируемой на конец периода, и возврат . . . . .	380

## ЧАСТЬ VI

<b>Глава 16. Проведение конкурса на привлечение финансирования, рефинансирование долга и продажа акций . . . . .</b>	<b>383</b>
§ 16.1. Введение . . . . .	383
§ 16.2. Проведение конкурса на привлечение финансирования. . . . .	384

§ 16.2.1. Цель проведения конкурса . . . . .	384
§ 16.2.2. Как проводится конкурс на привлечение финансирования. . . . .	385
§ 16.2.3. Рефинансирование . . . . .	387
§ 16.3. Конкурс на привлечение акционерного капитала. . . . .	387
§ 16.4. Рефинансирование долга . . . . .	388
§ 16.4.1. Что представляет собой рефинансирование? . . . . .	389
§ 16.4.2. Преимущества рефинансирования для инвесторов . . . . .	390
§ 16.4.3. Следует ли добиваться согласия государственных органов на проведение рефинансирования? . . . . .	393
§ 16.4.4. Случаи вынужденного рефинансирования . . . . .	394
§ 16.4.5. Следует ли государственным органам пользоваться преимуществами рефинансирования? . . . . .	394
§ 16.4.6. Расчет выгоды от рефинансирования . . . . .	396
§ 16.4.7. Распределение выгоды от рефинансирования . . . . .	398
§ 16.4.8. Рефинансирование и продление срока действия соглашения . . . . .	399
§ 16.4.9. Следует ли применять распределение выгоды от рефинансирования во всех случаях? . . . . .	400
§ 16.5. Продажа акций . . . . .	402
<b>Глава 17. Альтернативные модели . . . . .</b>	<b>404</b>
§ 17.1. Введение . . . . .	404
§ 17.2. Проведение конкурса . . . . .	405
§ 17.2.1. Проектирование, строительство и эксплуатация (DBO) . . . . .	405
§ 17.2.2. Государственно-государственные партнерства. . . . .	406
§ 17.3. Изъятие в период после завершения строительства . . . . .	407
§ 17.3.1. Проектирование — строительство — предоставление обеспечения — эксплуатация (DBGO) . . . . .	407
§ 17.3.2. Финансирование строительства с изъятием . . . . .	407
§ 17.4. Финансирование государственного долга . . . . .	408
§ 17.4.1. Целевое кредитование с использованием гарантий. . . . .	408
§ 17.4.2. Развитие государственного сектора или финансирование инфраструктурного банка. . . . .	410
§ 17.4.3. Международные финансовые институты (МФИ) . . . . .	411
§ 17.4.4. Европейский инвестиционный банк. . . . .	412
§ 17.5. ГЧП-совместные предприятия . . . . .	417
§ 17.6. Некоммерческие организации . . . . .	418
§ 17.6.1. Организации с «незначительным собственным капиталом» . . . . .	418
§ 17.6.2. Публичные доверительные фонды . . . . .	421
<b>Словарь терминов и аббревиатур. . . . .</b>	<b>430</b>
<b>Дополнительные материалы</b>	
Положение о порядке подготовки и заключения соглашений о ГЧП: практический обзор . . . . .	47
ГЧП в России: краткий исторический очерк . . . . .	59
Действующие лица ГЧП в России. . . . .	90
Закон о концессионных соглашениях — статус-кво в РФ. . . . .	425

## От партнеров издания

Активный процесс внедрения новых подходов к управлению проектами развития инфраструктуры стартовал в России около десяти лет назад. Одновременно стали использоваться новые формы привлечения финансирования в такие проекты. Нельзя сказать, что эти процессы реализовывались легко. Многие не верили, что в российских условиях можно реально применить механизмы государственно-частного партнерства (ГЧП), успешно работающие в странах с развитой рыночной экономикой уже на протяжении многих лет.

Эти опасения были не напрасны. Попытки создать базу для ГЧП в России предпринимались и раньше. Еще в середине 90-х годов в Государственную думу РФ был внесен проект закона о концессионных соглашениях, который по различным причинам пролежал без движения восемь лет.

В 2004 году началась совместная доработка этого документа. В итоге он снова был внесен в Госдуму и принят в июле 2005 года. До сих пор 115-й Федеральный закон «О концессионных соглашениях» является нормативной основой, позволяющей применять механизмы ГЧП в капиталоемких проектах с длительным периодом окупаемости.

С принятием в 2005 г. Закона о концессионных соглашениях в России начал формироваться рынок инвестиционных проектов в инфраструктурные отрасли экономики. Наибольшее развитие этот формат привлечения финансовых, кадровых ресурсов и экспертизы частного сектора получил в транспортной отрасли. За прошедший период была сформирована нормативно-правовая база, определены механизмы финансирования, распределения рисков между частными и публичными партнерами, накоплен опыт структурирования и реализации проектов как со стороны государства, так и со стороны бизнеса. Расширилась формула контракта, которая в ряде случаев привела к созданию единого центра ответственности перед заказчиком за проектирование, строительство и эксплуатацию. Нарботаны прецеденты, созданы институты со стороны публичного сектора, а самое главное — крупнейшие проекты находятся на стадии строительства и эксплуатации. То есть реализована социальная функция — объект передан в общественное пользование.

Необходимо отметить, что в странах со зрелым рынком инвестиций в инфраструктуру (Великобритания, Франция, Испания, Италия) процесс формирования рынка ГЧП-проектов занял достаточно продолжительное время. Наше преимущество заключается в возможности анализа зарубежного опыта и выбора наиболее оптимальных форм ГЧП, которые с успехом применяются за рубежом.

В результате в России был сформирован новый рынок в сфере развития инфраструктуры — рынок инвестиционных проектов, предполагающий использование финансовых ресурсов и экспертизы частного сектора в отраслях, развитие которых традиционно являлось исключительной прерогативой государства.

За этот период российский рынок приобрел ряд отличительных черт.

**Первое.** В отличие, например, от британской модели PFI/PF2, которая была инициирована, поддерживалась и совершенствуется прежде всего Министерством финансов Великобритании, в России в свое время отраслевые министерства, прежде всего Министерство транспорта, заняли активную позицию, которая получила поддержку финансовых властей. Именно благодаря долгосрочной системной политической поддержке со стороны Министерства транспорта был достигнут значительный прогресс в деле развития новых форм финансирования транспортной, прежде всего, инфраструктуры.

**Второе.** Другой отличительной особенностью российского рынка является активное участие финансирующих организаций не только в качестве предоставления долгового финансирования победившему консорциуму, но и в качестве спонсоров проектов — участников конкурсов. На Западе, наоборот, именно строительные компании являются активными участниками инвестиционно-инфраструктурного рынка. Это связано со следующими основными причинами:

- расширение подрядного портфеля;
- получение стабильного и разумного дохода на протяжении всего жизненного цикла проекта, что позволяет поддерживать финансовое состояние компании в периоды сокращения объемов строительства на рынке;
- получение более высокой маржи по сравнению с подрядами по государственным контрактам;
- получение дополнительной значительной прибыли в случае продажи части или всей своей доли в проекте после завершения строительства, ввода в эксплуатацию и периода начальной эксплуатации объекта.

В настоящее время существует насущная потребность в консолидации усилий участников рынка инвестиций в инфраструктуру в целях выработки системы договоренностей между государством и рынком о важнейших принципах, задачах и условиях развития государственно-частного партнерства.

Автор достаточно подробно и системно, «от общего к частному», без наукообразия описывает основные финансовые аспекты реализации проектов ГЧП. Это ему удается, прежде всего, благодаря богатому личному опыту участия в проектах как со стороны государства, так и со стороны частного сектора. Данная книга способствует системному и всестороннему пониманию проблематики ГЧП.

Для русскоязычной аудитории книга дополнена рядом материалов, призванных осветить историю развития ГЧП в России, основные институты и организации, занимающиеся формированием и регулированием рынка государственно-частного партнерства. Кроме того, параграфы 2.9.2 «Управление проектами» и 2.9.3 «Ограниченная ответственность», не раскрытые автором книги, дополнены статьями российских экспертов, в которых эти темы раскрываются применительно к современной российской ситуации. Так, например, статья «Применение проектно-ориентированного подхода к управлению деятельностью в сфере ГЧП», в которой изложены основные принципы управления ГЧП-проектами, безусловно, будет полезна и востребована практикующими управленцами.

Книга рекомендована для широкого круга читателей, интересующихся практическими вопросами финансирования и управления инфраструктурными проектами с использованием механизмов ГЧП.

Р. Ф. Яббаров

*Советник Председателя Правления*

*Государственной компании «Российские автомобильные дороги» («Автодор»),  
Президент Национальной ассоциации инвесторов и операторов дорожной отрасли*

Э. Ш. Джураев

*Председатель Наблюдательного совета*

*АНО «НИИ корпоративного и проектного управления»,  
член Экспертного совета по ГЧП в сфере инфраструктурного развития  
Комитета Государственной Думы ФС РФ по экономической политике,  
инновационному развитию и предпринимательству*

Н. Л. Персод

*Заместитель Председателя Наблюдательного совета*

*АНО «НИИ корпоративного и проектного управления»,  
член Экспертного совета по ГЧП в сфере инфраструктурного развития  
Комитета Государственной Думы ФС РФ по экономической политике,  
инновационному развитию и предпринимательству*



Сейчас вряд ли кого-то нужно убеждать в том, что государственно-частное партнерство — это важный механизм при реализации крупных капиталоемких проектов. Существует огромное количество экспертов, которые аргументированно могут обосновать свою позицию на предмет того, почему ГЧП — это действенный механизм.

Несмотря на то что законодательство во многих вопросах все еще несовершенно, мы видим, что в последнее время в этом направлении ведется активная работа и существующая законодательная база позволяет вполне успешно реализовывать проекты на основе государственно-частного партнерства. Одними из таких ярких проектов, в которых Евразийский банк развития (ЕАБР) принял участие в качестве старшего кредитора, являются строительство и реконструкция аэропорта «Пулково», а также строительство платной автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр» в городе Санкт-Петербурге. Государство получило финансирование для долго окупаемых проектов, тем самым снизив нагрузку на бюджет и разделив возможные риски путем приглашения частных инвесторов к сотрудничеству. Бизнес, в свою очередь, получил доступ к тем выгодным сферам экономики, которые какое-то время назад были закрыты для частных инвесторов.

Для того чтобы сделать механизм ГЧП более эффективным, предстоит решить еще много задач и ответить на многие вопросы. Один из таких вопросов хотелось бы осветить более подробно. При существующих проблемах, связанных с законодательством, искаженным представлением власти и бизнеса о самой сути ГЧП, отсутствием долгосрочной ликвидности и т. д., не менее остро при реализации проектов ГЧП стоит проблема достаточности консалтинговых услуг, которая, хоть и затрагивалась на различных круглых столах, но все еще очень далека от решения.

Под каждый проект, каждую сделку необходимо привлекать консультантов. Желательно в своей «обойме» иметь юридического консультанта, финансового и технического. Более того, успешность реализации всего проекта порой зависит от качества оказываемых этими консультантами услуг. Причем нужно отметить, что потребность в квалифицированных внешних консультантах существует и у государственной стороны, и у частного партнера. Другими словами, один и тот же консультант по своему профилю необходим и той, и другой стороне. Если рынок юридического и финансового сопровождения у нас более-менее сформировался (есть достаточно крупные игроки, занимающие лидирующие позиции, есть поменьше, но тоже имеющие свою определенную нишу), то о рынке технического консалтинга приходится рассуждать с очень большой натяжкой. Особенно это касается специфической автодорожной отрасли и авиационного бизнеса. В связи с этим эффект конкуренции весьма сомнителен, так как получается слишком узкий круг качественных консультантов, в особенности консультантов технического характера, которыми можно располагать в целом и в случае конкретной концессионной сделки.

К примеру, юридический западный опыт можно вполне быстро и успешно позаимствовать, так же как умение грамотно строить сложные финансовые модели или вести переговоры по финансовым условиям и структуре сделок. Научить же и вырастить технического специалиста, который был бы ориентирован на российскую специфику с ее законодательными особенностями различных отраслей экономики, и при этом мог бы смотреть на ситуацию с позиции западного участника концессионного конкурса, видится нам на текущий момент, к сожалению, задачей невыполнимой.

По мнению многих экспертов, специфика этой проблемы заключается в том, что пока не существует какого-либо определенного решения этого вопроса. Остается надеяться, что опыт, полученный от реализации существующего пласта проектов, позволит выйти на принципиально новый уровень технического консалтинга, что в значительной степени улучшит качество проработки и дальнейшего технического сопровождения проектов.

Лазарев Алексей Александрович,  
менеджер по проектной деятельности Евразийского банка развития

## Введение

Вот уже более десяти лет энергично развивается финансирование предприятий государственного сектора при помощи института государственно-частного партнерства (ГЧП). Это контрактные отношения, в рамках которых частный сектор предоставляет услуги государству или от его имени, это способ организации закупок и поддержания в рабочем состоянии инфраструктуры. Он распространяется практически на все отрасли: транспорт (дороги, мосты, туннели, железные дороги, порты, аэропорты), объекты социального назначения (больницы, школы, тюрьмы, социальное жилье), коммунальные услуги (водопровод, канализация, вывоз мусора), правительственные здания и прочие сооружения. В государственно-частное партнерство входит также предоставление специализированных услуг (коммуникационные сети или военная техника).

В данной книге рассматриваются основные проблемы, возникающие в государственном секторе при выборе ГЧП для проведения закупок и применении соответствующих процедур, связанных с заключением соглашений о ГЧП, описан системный и интегрированный подход к финансированию ГЧП в рамках государственной политики. Здесь политика и финансы очень тесно переплетаются. Поэтому государственный сектор должен выработать меры с учетом ограничений финансирования, соблюдать осторожность при малопонятных или неясных схемах, которые могут свести на нет преимущества ГЧП. Аналогично побуждения, которыми иногда руководствуются представители государственных органов, часто не совсем понятны частным инвесторам и кредиторам.

Создание ГЧП — сложный процесс. Необходимо гармонизировать цели множества участников. Со стороны частного сектора — инвесторы, кредиторы, компании, занимающиеся строительством и управлением объектами; со стороны государства — учреждения, непосредственно организующие и определяющие порядок государственно-частного партнерства, а также те, что конкретно занимаются госзакупками. При этом не стоит забывать и о широкой общественности, которая пользуется услугами ГЧП. Здесь большинству участников требуется понимание основ политики и финансов, ясное представление, каким образом они связаны с проектом и как он зависит от них.

Автор имеет опыт практической работы в обоих секторах. И написал эту книгу как путеводитель по общим вопросам, наиболее трудным в переговорах по ГЧП. В ней систематизирована информация для тех, кто впервые встречается с понятием ГЧП, независимо от области деятельности: наука, государственный

сектор, инвестиции, финансы или заключение соглашений. Она также — напоминание тем, кто определяет политику в области ГЧП и ведет переговоры. Впрочем, для усвоения материала читателю не обязательны опыт и знания в сфере ГЧП и управления финансами.

Первая часть книги дает общие представления о ГЧП.

- Глава 1. Определяется термин ГЧП, место и роль партнерств в создании и управлении общественной инфраструктурой в целом.
- Глава 2. Рассматриваются доводы «за» и «против» ГЧП, которые служат основой для более подробного обсуждения проблем.
- Глава 3. Показывается развитие и текущее направление политики в области ГЧП в разных странах мира.

Во второй части дан анализ финансового состояния, инвестиций в ГЧП и связанных с ними закупок со стороны государственного и частного сектора.

- Глава 4. Общее введение в анализ движения денежных средств, без которого невозможно понимание выгод и затрат, которые несут участники.
- Глава 5. Рассматривается механизм принятия решений государственным сектором об инвестировании в объекты общественного пользования, включая ГЧП.
- Глава 6. Разбираются вопросы организации закупок для государственного сектора и управления проектами ГЧП.
- Глава 7. Раскрывается механизм инвестирования в ГЧП с точки зрения частного сектора.

Далее в книге освещаются вопросы финансирования проектов в области ГЧП за счет заемных средств.

- Глава 8. Описываются процедуры финансирования проектов и причины их использования.
- Глава 9. Рассматриваются источники финансирования и процедуры привлечения денежных средств.

Следующий раздел посвящен финансированию проекта в области ГЧП.

- Глава 10. Содержится объяснение, как различные элементы финансовой головоломки складываются в план.
- Глава 11. Посвящена проблемам финансовой устойчивости, влиянию колебаний процентной ставки и роста цен на проекты и их финансирование.
- Глава 12. Приводится механизм, с помощью которого кредиторы контролируют и обеспечивают финансовую устойчивость проекта.

В следующем разделе детально рассматривается влияние структуры финансирования проекта на положения соглашений о ГЧП.

- Глава 13. Дается обзор подходов, связанных с развитием механизма платежей.
- Глава 14. Приводится порядок оценки рисков и защиты от них.
- Глава 15. Объяснение, как изменения в первоначальных предположениях, лежащих в основе ГЧП, могут корректироваться. Также рассматривается прекращение действия соглашения.

В последнем разделе книги собраны некоторые варианты обсуждавшихся ранее вопросов.

- Глава 16. Предлагаются способы сохранения стоимости капитала в проектах ГЧП, а также распределение между участниками прибылей, полученных как непредвиденный доход.
- Глава 17. Обзор других моделей ГЧП, альтернативных тем стандартным, которые упоминаются в книге.

Книга снабжена списком литературы по теме в целом и по программам ГЧП в определенных странах. Термины, которые касаются в основном ГЧП или финансирования проектов, выделены заглавными буквами, их определения даны в **Словаре терминов и аббревиатур**, как и остальная терминология, связанная с финансами. Электронные таблицы, послужившие основой для создания некоторых приведенных в книге таблиц, можно загрузить на сайте [www.yescombe.com](http://www.yescombe.com).

Хотя «Государственно-частное партнерство: основы политики и финансирования» — абсолютно самостоятельное исследование, его можно дополнить другой книгой автора — «Принципы проектного финансирования»<sup>1</sup>, изданной Academic Press/Elsevier в 2002 году. Там подробнее рассматривается ряд вопросов, здесь лишь затронутых, особенно это касается проектов создания предприятий (например, электростанций), переговоров по займам для финансирования, а также использования финансирования проектов на развивающихся рынках.

И, наконец, может возникнуть впечатление, что в ущерб общим принципам работы и организации ГЧП в книге чрезмерное внимание уделяется разбору процессов, связанных с ГЧП. Однако в реальности потенциальные преимущества программ ГЧП часто сходят на нет из-за сбоев, связанных с практическим внедрением. Точно так же порой дискуссии в академических и политических кругах, посвященные ГЧП, кажутся оторванными от жизни из-за недостатка понимания, как эти принципы применяются на практике. Дьявол кроется в деталях. Старый афоризм, который мы цитировали в «Принципах проектного финансирования», вполне применим и к ГЧП.

---

<sup>1</sup> Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования. М. : Вершина, 2008.

# Часть I

## Глава 1. Что такое государственно-частное партнерство?

### § 1.1. Введение

В этой главе рассматриваются причины участия частного капитала в создании и управлении объектами общественного назначения (§ 1.2), дается определение термина ГЧП (§ 1.3), исследуется история развития и существующие формы организации подобных партнерств (§ 1.4). В ней также показана роль ГЧП в создании объектов общественного назначения (§ 1.5) и приведены основные типы партнерств (§ 1.6).

### § 1.2. Объекты общественного назначения и частный сектор

Объектами общественного назначения (общественной инфраструктурой) можно считать совокупность сооружений и оборудования, необходимого для обеспечения работы экономики и жизни страны. Для этого и существуют соответствующие государственные службы и учреждения. В широком смысле объекты общественного назначения можно разделить на две группы:

- экономическую инфраструктуру: транспортные и коммунальные сети (водоснабжение, канализация, электроэнергия и т. д.), — необходимую для повседневного функционирования экономики;
- социальную инфраструктуру: школы, больницы, библиотеки, исправительные учреждения и т. д., — необходимую для нормальной жизни общества.

Инфраструктуру также можно разделить на «осязаемую» (она в первую очередь включает здания и прочие реально существующие объекты) и «неосязаемую» — услуги, касающиеся экономической (например, уборка улиц) или социальной (например, обучение и профессиональная подготовка, социальное обеспечение) инфраструктуры.

Общепризнанно, что государство обязано обеспечить работу объектов общественного назначения на том основании, что:

- предприятия частного сектора в своей деятельности не могут учитывать возникновение внешних эффектов (экстерналий), отсюда и возникает необходимость в участии государства (см. § 5.2.1);
- без государственного вмешательства невозможно существование так называемых общественных благ — доступных для всех объектов общественного назначения, особенно когда речь идет о создании сетей коммуникаций, дорог, уличного освещения, услуг;
- создание и управление объектами инфраструктуры может быть экономически неэффективно для частного сектора, а создание монополий требует контроля со стороны общества;
- даже если создание и управление объектами инфраструктуры экономически выгодно предприятиям частного сектора, то государственный сектор все равно должен заниматься производством общественно полезных товаров, которые в противном случае могут создаваться в недостаточном количестве. Например, если речь о среднем образовании, то богатые смогут платить за обучение в частных школах, а бедные останутся неграмотными;
- создание объектов инфраструктуры требует значительных первоначальных капиталовложений, которые не принесут быстрого дохода. Нелегко найти инвесторов без поддержки государственного сектора.

Таким образом, можно утверждать, что государственный сектор должен заниматься инфраструктурой, поскольку рыночный механизм ценообразования не в состоянии обеспечить ее создание, а также способен привести к потере связанных с ней социально-экономических выгод. Исторические примеры говорят, что государство может сделать это двумя путями: единолично либо с участием предприятий частного сектора, привлеченных посредством законодательства, налоговых льгот, других сходных мер либо на контрактной основе.

Привлечение частного капитала для создания экономической инфраструктуры (например, транспортной) имеет давнюю историю. В XIX–XX веках государство стало брать на себя ответственность за создание объектов социального назначения, чтобы поддержать благотворительность частных лиц и религиозных организаций (например, строительство школ и больниц). Участие частного капитала в создании значительной части объектов общественного назначения до недавнего времени было нормальным явлением. Но понимание «необходимых» объектов за последние два столетия существенно расширилось. Следовательно, ГЧП можно считать современным способом помощи частным предприятиям в удовлетворении возросшего спроса на объекты общественного назначения.

## § 1.3. Виды государственно-частного партнерства

### § 1.3.1. Определение

Термин *государственно-частное партнерство*, по-видимому, появился в Соединенных Штатах Америки и первоначально означал совместное частное и государственное финансирование образовательных программ, а впоследствии,

в 1950-х годах, стал употребляться в отношении совместного финансирования объектов коммунальной сферы (см. § 17.6.2). Позже, в 60-х годах, он стал применяться к предприятиям для модернизации городского жилого фонда, созданным с участием частного и государственного капитала. Термин также относился к государственному финансированию социальных услуг, предоставляемых негосударственными, зачастую добровольными (некоммерческими) организациями, и государственному финансированию научно-исследовательских и конструкторских разработок, проводимых частными предприятиями. Когда речь идет о международном сотрудничестве, термин используют для обозначения проектов, в которых принимают участие правительства, гуманитарные организации и частные компании: борьба со СПИДом и малярией, внедрение новых методов сельского хозяйства или ускорение экономического развития в целом. В основном эти ГЧП можно охарактеризовать как политически или программно ориентированные.

Впрочем, тема данной книги — ГЧП, которые можно назвать проектно или контрактно ориентированными. Они появились не так давно (хотя отдельные ГЧП для восстановления жилого фонда также носят проектный характер и не предполагают длительных отношений). ГЧП в значении, употребляемом здесь, имеет несколько ключевых характеристик:

- предполагает долгосрочные договорные отношения между сторонами, представляющими государственный и частный сектор;
- применяется для проектирования, строительства, финансирования объектов инфраструктуры, а также их управления частными компаниями;
- платежи частным компаниям за пользование объектом вносятся на протяжении действия соглашения о ГЧП, их производит государственная сторона — участник договора или широкая публика;
- объект при этом остается в собственности государства или переходит в его собственность по истечении срока действия соглашения о ГЧП.

В ряде случаев договор о ГЧП предполагает общую модернизацию существующей инфраструктуры, а не создание объектов с нуля. Впрочем, согласно данному здесь определению, ГЧП предполагает, что частная компания будет приобретать права на объекты инфраструктуры или управление ими при условии масштабных капиталовложений или их модернизации. Соответственно, создание частными предприятиями объектов социальной инфраструктуры, если не имеются в виду значительные вложения в основные средства, относится скорее к аутсорсингу, нежели к ГЧП, хотя границы между ними размыты, так как социальные услуги часто связаны с физическими объектами (см. § 13.2). Термин ГЧП также не годится, когда речь идет о совместных государственных и частных капиталовложениях, если только не заключается договор о ГЧП (см. § 17.5). В этой книге не рассматриваются небольшие предприятия и примеры ГЧП, существующие обычно на муниципальном уровне, например парковки. Они действуют на тех же общих принципах, но требуют меньшей проработки положений договора и финансирования (см. § 8.5.3).

Участником договора со стороны государственного сектора («Государственная компания», иные названия: «Бюджетная организация», «Участник договора

со стороны государства», «Государственный закупщик», «Учреждение», «Государственный заказчик» или просто «Заказчик») может быть министерство, ведомство, департамент центрального правительства, штата или местных и муниципальных органов власти, государственное учреждение или любое другое предприятие, относящееся к государственному сектору. Участником со стороны частного сектора обычно является целевая компания («Компания для реализации проекта», «Частная компания — участник договора»), которая создается инвесторами специально для заключения договора о ГЧП. Следует отметить, что между двумя сторонами не создается партнерских отношений в юридическом смысле, но возникают контрактные отношения в соответствии с соглашением о ГЧП. И термин *партнерство* в этом случае скорее политический лозунг (см. § 6.6).

### § 1.3.2. ГЧП и государственные закупки

ГЧП, таким образом, — альтернатива приобретению объектов инфраструктуры государственным сектором (государственным закупкам), которые финансируются за счет налоговых поступлений или государственных займов. Как правило, в процессе государственных закупок (его еще называют «проектирование — проведение конкурса — строительство») государственные органы формулируют техническое задание, проводят отбор коммерческих предложений на основе подробного проекта и оплачивают частной компании-подрядчику строительство объекта. При этом государство обязано оплатить полную стоимость работ, включая и перерасход средств. Эксплуатация и текущее содержание объекта ложатся целиком на государственные органы, а подрядчик не несет ответственность за состояние объекта по окончании гарантийного (сравнительно короткого) периода.

С другой стороны, государственные органы, создавая ГЧП, формулируют свои требования в виде «отдачи», определяющей объем коммунальных услуг, которые данный объект должен предоставить. Но не указывают конкретный способ. Предприятия частного сектора сами определяют все, что связано с проектированием, финансированием, строительством и эксплуатацией объекта, относительно долгосрочной отдачи, прописанной в техническом задании. Проектная компания получает платежи («Плату за услуги») на протяжении срока действия соглашения о ГЧП (этот период в среднем составляет 25 лет), что осуществляется на основании предварительного соглашения о возмещении затрат и возврате вложений инвесторов. Плата за услуги может быть сокращена на сумму вычетов, вызванных неспособностью объекта давать отдачу, определенную в техническом задании, а перерасход средств при строительстве или эксплуатации объекта, как правило, не предполагает дополнительной оплаты.

Данный подход к созданию ГЧП ведет к возникновению больших рисков, связанных:

- со стоимостью проектирования и строительства объекта;
- со спросом на услуги, предоставляемые с помощью объекта;
- с услугами, предоставляемыми с помощью объекта (включая его готовность к эксплуатации);



- с расходами на эксплуатацию и текущее содержание объекта, которые переходят от государственных органов к проектной компании.

### § 1.3.3. Терминология

Необходимо отметить, что есть еще несколько терминов для обозначения ГЧП.

- *Участие частных компаний в создании и эксплуатации инфраструктуры (PPI)*<sup>1</sup> — это название, по-видимому, было предложено Всемирным банком и, пожалуй, даже четче отражает содержание данной книги, однако его редко используют за пределами учреждений, занятых финансированием строительных проектов. Исключением является программа PPI в Южной Корее.
- Термин *привлечение частного сектора (PSP)*<sup>2</sup> также используется в банковских кругах, занятых кредитованием строительных проектов. (Однако ни то, ни другое понятие не ограничивается указанным выше значением ГЧП.)
- Термин *частное финансирование проектов (PFP)*<sup>3</sup> используется в Австралии.
- *Г-Ч-партнерство* (в литературе встречается и такое написание термина «государственно-частное партнерство»).
- Термин *частная финансовая инициатива (PFI)*<sup>4</sup> появился в Великобритании, также используется в Японии и Малайзии.

## § 1.4. Строительные проекты

Существует несколько подходов для привлечения частного финансирования в сферу коммунальных услуг. Концессии имеют давнюю историю (§ 1.4.1). Соглашения о покупке электроэнергии (§ 1.4.2) послужили основой развития договорных отношений и способов финансирования, связанных с ГЧП (§ 1.4.3). Это относится к концессиям (§ 1.4.4) и к более позднему типу PFI (§ 1.4.5).

### § 1.4.1. Концессии и франшизы

Привлечение частного капитала для создания объектов общественного назначения практиковалось весьма давно. В XIX–XX веках в Великобритании группа местных воротил посредством дорожных трастов привлекала деньги частных инвесторов для ремонта, а долги выплачивала за счет подорожных сборов. Большая часть мостов в Лондоне до середины XIX века содержалась за счет мостовых трастов, а Бруклинский мост в Нью-Йорке был построен таким же образом на деньги частных инвесторов в конце XIX века. Во Франции строительство системы каналов за счет частного финансирования началось еще в XVII веке.

---

<sup>1</sup> Private Participation in Infrastructure (англ.).

<sup>2</sup> Private-Sector Participation (англ.).

<sup>3</sup> Privately-Financed Projects (англ.).

<sup>4</sup> Private Finance Initiative (англ.).

Данный тип ГЧП известен как концессия. Эта форма основана на принципе «платит пользователь». Частной компании (концессионеру) разрешается взимать с конечного потребителя плату за пользование объектом — плату за услуги. Например, за пользование мостами, туннелями или дорогами. Она покрывает расходы, которые концессионер несет в процессе строительства и эксплуатации. По окончании срока действия соглашения права на объект обычно переходят государству. Кроме строительства грунтовых дорог и связанных с ними объектов, в XIX–XX веках концессии во многих странах использовались для прокладки железных дорог, водопровода и канализации.

Роль государства состоит в обеспечении основы, на которой действует концессионер. Обычно это закон о концессиях либо законодательные акты, касающиеся определенной концессии. Государство выбирает концессионера и в деталях определяет требования к строительству и эксплуатации объекта. Все это обычно оформляется в виде соглашения о концессии. Дальнейший шаг в развитии концессии — франшиза или, если использовать более строгий французский термин, аффермаж. Франшиза дает право на пользование уже построенным объектом, то есть она похожа на концессию, но за исключением первого этапа — строительства. Получатель франшизы (соответствует концессионеру) может одновременно выплатить крупную сумму денег государственным органам за право пользования. Франшиза по своему определению не совпадает с понятием ГЧП, приведенным выше, потому что не предполагает создания или реконструкции инфраструктуры, а лишь ее эксплуатацию. Однако если говорить о содержании соглашения и финансовых отношениях, то они во многом сходны (и с этой точки зрения описываются в книге). Слово «откуп» в английском языке (например, «откуп налогов») раньше имело то же значение, что и французский термин, но в целом вышло из употребления в указанном смысле. Термин «аренда» тоже используется в этом значении, но вызывает путаницу, если принять во внимание другие его значения.

В Европейском союзе термин «франшиза» означает «концессия на предоставление услуг». Согласно определению данной книги «концессия» — «строительство новых объектов инфраструктуры», подразумевается «концессия на выполнение работ». Хотя термин «концессия» в смысле «строительство новых объектов инфраструктуры» с началом XX века и вышел из употребления во многих странах по мере расширения роли государства, «франшиза» не потеряла своего значения. Например, в водном хозяйстве Франции. Термин «концессия» вернулся в конце XX века вместе с ростом интереса к ней и другим формам ГЧП, которые могут служить альтернативными вариантами финансирования, о чем речь пойдет далее. (И точно так же франшиза получила вторую жизнь, например, в железнодорожной отрасли Великобритании.)

### § 1.4.2. Соглашения о покупке электроэнергии

Соглашения о покупке электроэнергии (ВТО) появились в США в 1980-е годы и стали образцом для современных соглашений о ГЧП. (ВТО и сходные договоры, касающиеся реализации продукции перерабатывающих предприятий, подробно

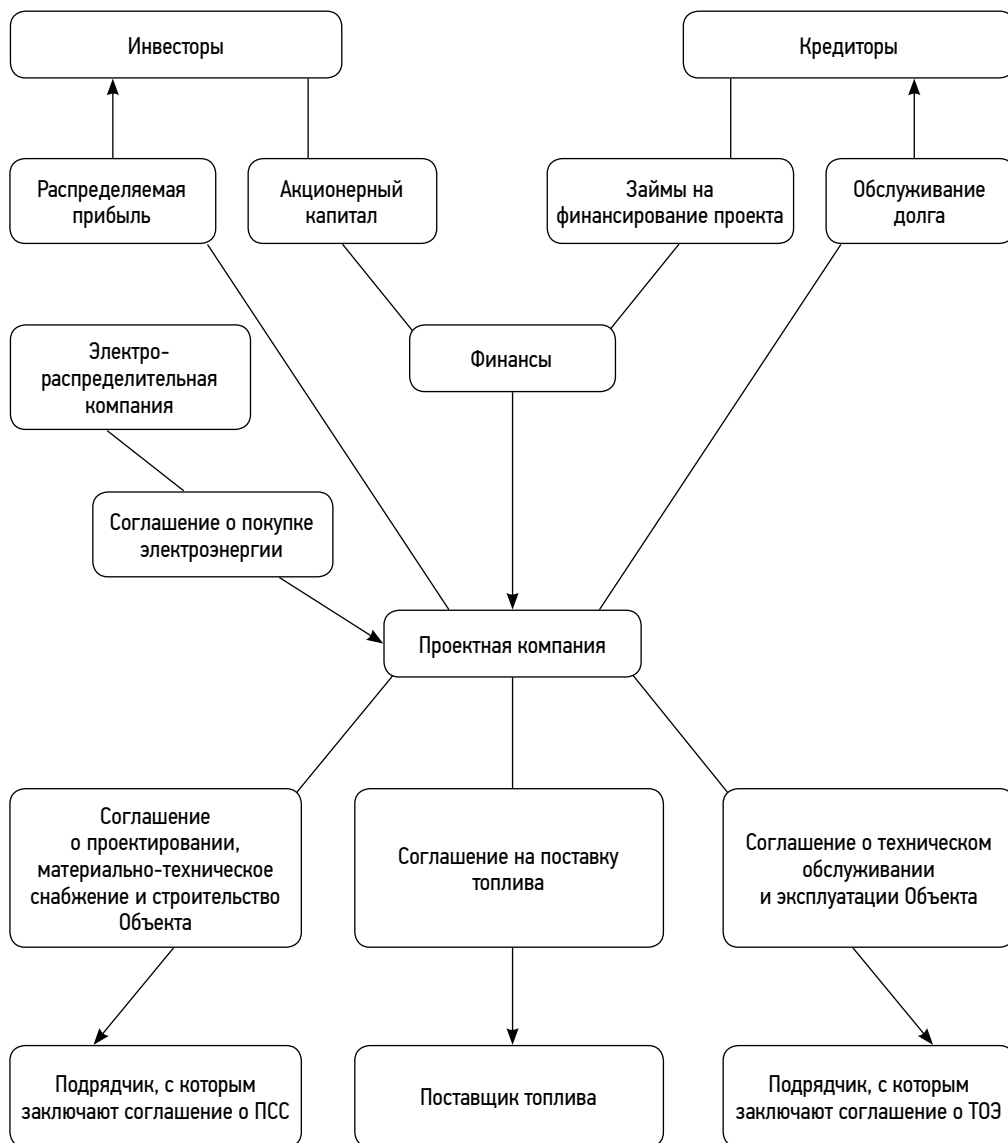
обсуждаются в главе 6 книги «Принципы проектного финансирования».) ВТО вошли в обиход после принятия в 1978 году закона о политике регулирования общественных коммунальных предприятий (PURPA). Закон поощрял строительство станций для производства тепловой и электрической энергии, которую можно продавать энергосистемам общего пользования по определенным ценам. ВТО появились в Европе в 90-х годах вместе с приватизацией электроэнергетической отрасли Великобритании. Этот процесс способствовал разделению частных компаний на производителей и дистрибьюторов электроэнергии, а также возникновению независимых проектов для стимулирования конкуренции в отрасли. Согласно ВТО инвесторы получали так называемый тарифный зазор:

- плату за резервирование рабочей мощности электростанций (известную еще и как «тариф за установленную мощность»), за то, что электростанция отдает энергию в энергосистему; она покрывает капитальные расходы, связанные со строительством, и постоянные издержки на ее эксплуатацию;
- плату за использование (ее также называют «переменными расходами на эксплуатацию») для покрытия предельных издержек производства электроэнергии. Обычно сюда относят стоимость топлива (угля или природного газа).

Поэтому ключевым моментом в ВТО является то, что инвесторы в проектной компании, занятой строительством и эксплуатацией электростанции, не рискуют ничем вне зависимости от реального спроса на электричество. Рискует энергосистема, которая платит за резервирование рабочей мощности электростанции независимо от того, использует она энергию или нет. Однако проектная компания отвечает за нормальную работу электростанции, и если по какой-то причине она не обеспечивает требуемый уровень мощности, то плата за резервирование, соответственно, уменьшается. Таким образом, инвесторы не теряют плату за использование электростанции, а только лишь вознаграждение за готовность к работе — в пределах определенной бюджетом суммы.

Другим важным фактором, заложившим фундамент для возникновения ВТО, стало так называемое проектное финансирование, которое обеспечивает поступление средств во многом за счет долгосрочных кредитов, что и требуется для подобных проектов. Хотя такие финансовые схемы существовали и раньше в добывающей промышленности, их применение для ВТО стало основой финансирования всех типов ГЧП (см. главу 8). Важной характеристикой проектного финансирования является перенос упомянутых выше рисков от проектной компании к субподрядчикам. На рис. 1.1 показано, как происходит перенос риска в проекте по производству электроэнергии. (Стрелки — направления движения денежных средств.) Основными составляющими данной схемы являются:

- проектная компания, находящаяся в собственности частных инвесторов;
- финансирование капитальных затрат за счет акционерного капитала и займов;
- соглашение о проектировании, материально-техническом снабжении и строительстве (ПСС), по которому подрядчик обязывается построить полностью укомплектованную («под ключ») электростанцию в соответствии с определенными требованиями по цене и к определенному сроку;



**Рис. 1.1.** Схема движения денежных средств, характерная для соглашения о покупке электроэнергии

- соглашение на поставку топлива, по которому уголь или природный газ доставляются непосредственно в цех электростанции;
- соглашение о техническом обслуживании и эксплуатации, по которому подрядчик занимается обслуживанием и эксплуатацией объекта от лица проектной компании;
- ВТО заключается с компанией, осуществляющей передачу электроэнергии, и основывается на взимании платы за резервирование рабочей мощности электростанций и использование электроэнергии, как было сказано выше;

- денежные остатки после оплаты топлива и операционных расходов идут прежде всего на погашение основной суммы долга и процентов по нему («обслуживание долга») перед кредиторами, а затем начисляются в виде дохода от инвестиций и выплачиваются инвесторам («распределяемая прибыль»).

Субподрядчики, таким образом, несут множество ключевых рисков. Например, превышение стоимости капитальных затрат и операционных расходов на электростанцию (без учета стоимости приобретенного топлива).

### § 1.4.3. BOO — BOT — BTO — DBFO

Поначалу BTO основывалось на соглашении о строительстве — владении — эксплуатации (BOO)<sup>1</sup> между частными компаниями. В этом случае владельцами электростанции остаются инвесторы. Но вскоре стало очевидно, что сходную схему можно использовать для реализации проектов государственного сектора. Концепцию соглашения о «строительстве — эксплуатации — передаче» (BOT)<sup>2</sup> впервые опробовали в Турции. Она также была связана с производством электроэнергии, но с тем важным отличием, что покупателем энергии становились государственные органы, государственные электрические сети, а по истечении срока действия соглашения электростанция могла перейти от инвесторов к покупателю (обычно по символической цене или бесплатно), то есть стать государственной. Это небольшой шаг от BOT к схеме «строительство — передача — эксплуатация» (BTO)<sup>3</sup> — передача объекта в собственность государства по завершении строительства. Соглашение о «проектировании — строительстве — финансировании — эксплуатации» (DBFO)<sup>4</sup> предполагает, что законный владелец объекта на протяжении срока действия соглашения — государство, а за частными инвесторами остается лишь право эксплуатировать объект и получать доходы от реализации, а не от владения зданиями и оборудованием.

В развивающихся странах соглашения BOT, BTO и DBFO помогают преодолевать недостаточное финансирование государственных распределительных сетей, способствуют вложениям в наиболее эффективные станции без потери контроля над производством электроэнергии или ее стоимостью для потребителя, распределением ее между потребителями. Иными словами, частный сектор оказывает услуги от лица государственного сектора и под контролем последнего.

### § 1.4.4. Использование проектного финансирования для концессий

В настоящее время на схему проектного финансирования концессий влияет концепция BOT. Данная схема с успехом использовалась при строительстве туннеля под Ла-Маншем в 1987 году (на деле проект обернулся финансовой ката-

<sup>1</sup> Build-Own-Operate (англ.).

<sup>2</sup> Build-Operate-Transfer (англ.).

<sup>3</sup> Build-Transfer-Operate (англ.).

<sup>4</sup> Design-Build-Finance-Operate (англ.).

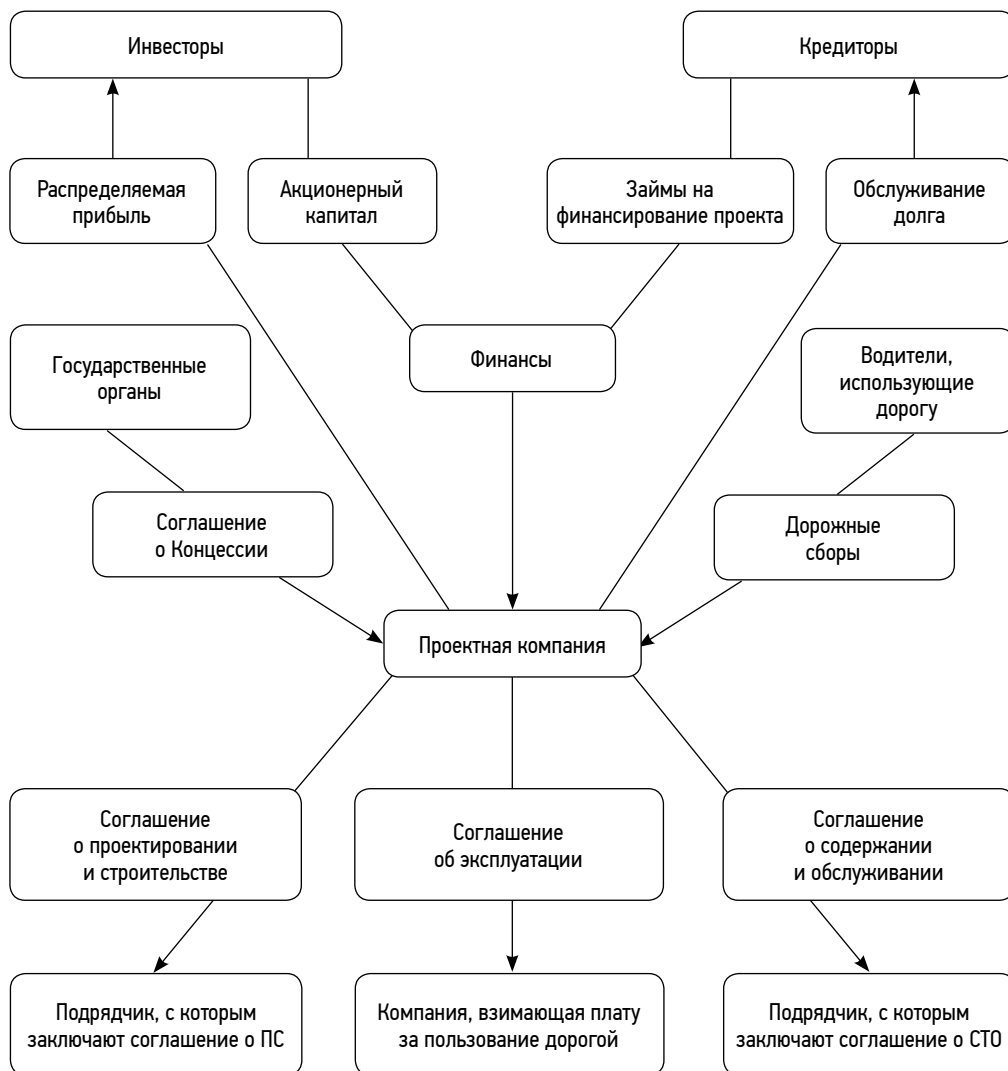


Рис. 1.2. Финансирование проекта строительства дороги. Концессия

строфой) и вслед за ним — Дартфордского моста в устье Темзы. Ни один из них не был «типичным» проектом, но извлеченные уроки учитывались при финансировании других проектов.

С тех пор концессии чаще всего стали использовать для реализации проектов по строительству платных дорог.

На рис. 1.2 показаны основные составляющие проекта, относящиеся к соглашению и финансированию. Очевидно, что данная схема очень похожа на приведенную выше логическую схему энергетических проектов. Самое сильное различие — в источнике дохода (плата за пользование дорогами).

Ниже перечислены основные элементы:

- проектная компания, находящаяся в собственности частных инвесторов;
- финансирование капитальных затрат (капиталовложений) за счет капитала акционеров и займов на финансирование проекта;
- соглашение о проектировании и строительстве, по которому подрядчик обязуется спроектировать и построить готовую дорогу и произвести все вспомогательные работы (например, построить пункты взимания дорожных сборов) в соответствии с требованиями, изложенными в спецификации, по определенной цене и в определенные сроки;
- соглашение об эксплуатации, по которому компания, собирающая плату, оказывает такие услуги, как найм персонала, выполнение незначительных ремонтных работ, ликвидация последствий аварии и т. д.;
- соглашение о содержании и обслуживании, по которому компания занимается обслуживанием дорожной инфраструктуры;
- соглашение о концессии (общепринятое название для данного типа соглашений о ГЧП) заключается с государственными органами и позволяет собирать плату с тех, кто пользуется дорогой. Обычно в этом случае государственные органы ничего не оплачивают и не получают (но см. § 13.3.5, 13.3.6);
- движение денежных средств после выплаты операционных расходов (эксплуатационных затрат), то есть оплата соглашений по эксплуатации и обслуживанию, в первую очередь используется для обслуживания долга, а затем для распределения прибыли между инвесторами.

#### § 1.4.5. Частная финансовая инициатива

В 1992 году британское правительство объявило о программе «Частная финансовая инициатива» (PFI). Она предназначалась для финансирования общественной инфраструктуры за счет привлечения средств частных лиц (см. § 3.4). Процесс по-настоящему начался еще с возвращения концессий в 1980-х годах, о чем говорилось выше. Первые проекты появились в 1994 году, они касались сооружения и эксплуатации дорог. Но поскольку масштаб использования платных дорог в Великобритании ограничен, то вместо принципа концессии, по которому «платит потребитель», возобладали частная финансовая инициатива, по которой платит государство. Первоначально это были так называемые теневые платежи, то есть фиксированные по времени, производимые из расчета количества водителей/километров (см. § 13.4.5).

Следующим шагом на пути к полной частной финансовой инициативе стало применение соглашений о PFI для создания объектов общественного назначения, например школ и больниц, риск использования которых по определению невозможно переложить на частный сектор. В этих случаях за основу брались соглашения о покупке электроэнергии, когда государственные органы платили частным инвесторам за строительство объекта и ввод его в эксплуатацию на срок действия соглашения о PFI, а также за содержание, уборку и снабжение.

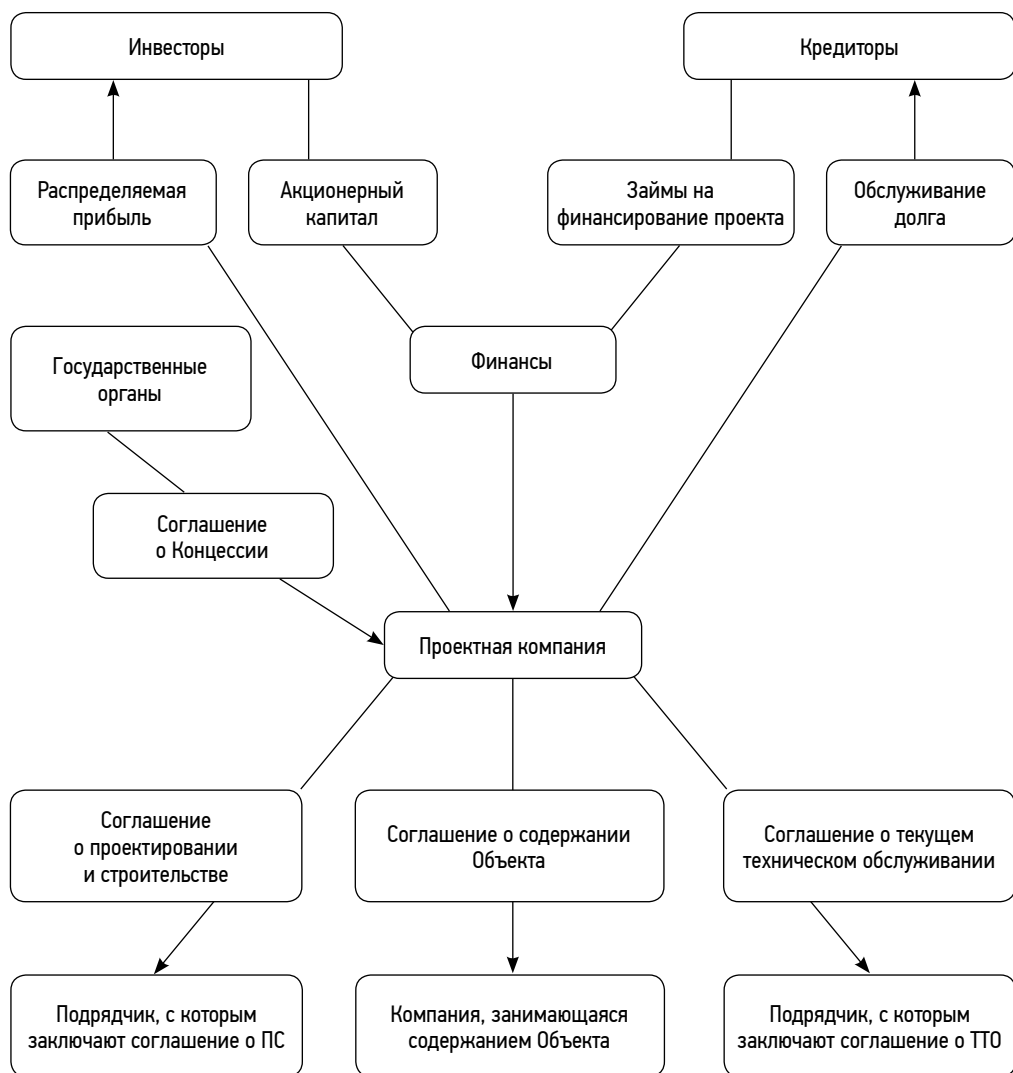


Рис. 1.3. Финансирование проекта строительства школы. PFI

На рис. 1.3 изображена схема реализации проекта по строительству школы в рамках PFI. Ее сходство со ВТО очевидно. Вот основные элементы модели:

- проектная компания, находящаяся в собственности частных инвесторов;
- финансирование капитальных затрат (капиталовложений) за счет капитала акционеров и займов на финансирование проекта;
- соглашение по проектированию и строительству, по которому подрядчик обязуется спроектировать и построить школу в соответствии с требованиями, изложенными в спецификации, по оговоренной цене и в оговоренные сроки;
- соглашение о текущем содержании объекта, по которому обслуживающая компания оказывает такие услуги, как охрана, уборка и снабжение;



- соглашение о текущем техническом обслуживании объекта, по которому компания, занимающаяся техническим обслуживанием (или непосредственно подрядчик, выполнявший проектные и строительные работы), оказывает услуги по техническому обслуживанию самого здания;
- проектное соглашение (стандартный термин для обозначения соглашения о PFI) заключается с государственными органами;
- движение денежных средств после выплаты операционных расходов — в основном по соглашению об обслуживании — в первую очередь используется для обслуживания долга, а затем для распределения прибыли между инвесторами.

Поэтому сегодня ГЧП основываются на возвращенной к жизни концессии и более продвинутой форме PFI. Необходимо отметить, что в некоторых странах термин ГЧП применяют исключительно к PFI, чтобы провести различие между ней и концессией. Впрочем, в данной книге термин ГЧП включает оба типа, а выражение «соглашение о ГЧП» служит для обозначения как соглашения о концессии, так и проектного соглашения.

## § 1.5. ГЧП и общественная инфраструктура

В табл. 1.1 (с. 34) указаны разные обсуждавшиеся выше пути создания объектов общественного назначения, а также показано место, которое ГЧП занимает на шкале между сугубо государственными проектами (где риски несет государство) и исключительно частными. Важно отметить следующее.

- Владение объектом имеет мало общего или не имеет ничего общего с тем, какой тип ГЧП применяется в конкретном случае. Поэтому концессия или PFI могут строиться на основе соглашений о DBFO, ВТО или ВОТ.
- Термины, относящиеся к разным типам соглашений, не всегда используются последовательно, но выбраны наиболее распространенные.
- Табл. 1.1 не содержит всех вариантов реализации проектов, в ней выделяются наиболее важные типы соглашений.

В разных странах одни и те же объекты инфраструктуры могут занимать разное положение на этой шкале. Пример — системы водоснабжения и канализации.

- Государство владеет и управляет ими — такая ситуация имеет место во многих странах.
- Государство владеет, а частные компании управляют — это обычная практика для Франции. Так, в водном хозяйстве оказание услуг в этой сфере регулируется соглашениями об аффермаже (франшизе). В этом случае объекты, которыми владеет государство, переходят в долгосрочное управление к франшизополучателю (обычно на 10–12 лет).
- PFI. Для развития новых проектов по предоставлению услуг, связанных с водой, в Турции и Китае используются соглашения о ВТО или ВОТ, которые предполагают, что риски и платежи переходят к государственному сектору, то есть платит государство, а не конечный потребитель.

- Концессии стали распространенным явлением в развивающихся странах. Там частные инвесторы строят новую систему, взимают плату с потребителей (цены могут устанавливать государственные органы непосредственно или с помощью соглашения о концессии), несут риски, связанные с продажей услуг. Они обеспечивают качество и доступность воды, а в конце срока концессии объекты возвращаются государству.
- Приватизация (ВОО). В Англии советы по водным ресурсам, когда-то находившиеся в собственности государства, преобразованы в частные региональные водные компании, которые владеют сетями водоснабжения и канализации. Государство выступает регулирующим органом. Оно следит за качеством услуг, устанавливает ценовой потолок на основании разумной величины дохода от инвестиций и поддерживает некоторый уровень конкуренции в сфере водоснабжения. Сходная система действует и в Чили.

Можно ли говорить о том, что один вид общественной инфраструктуры больше подходит для организации ГЧП, нежели другой? Несомненно, существуют объекты общественной инфраструктуры, по общему мнению, приватизации не подлежащие. Например, дороги, для которых ГЧП (в любой форме: концессия или PFI) является единственным способом привлечения частного капитала. В других случаях, например с водным хозяйством, мнения сильно разнятся — включая приватизацию и ГЧП.

ГЧП оправдывает свое существование. Однако в ряде случаев в большинстве стран почти единодушно считается, что лучший вариант — давать лицензии частным компаниям, то есть осуществлять процесс с помощью частного капитала в рыночной среде, без использования ГЧП. Примером может служить создание сетей операторов сотовой связи. Есть, по-видимому, неизменные виды хозяйственной деятельности, которыми государство обязано заниматься без привлечения частного сектора. Частные армии существовали в Средние века, но маловероятно найти их в наши дни. Хотя частный сектор может при помощи ГЧП заниматься строительством, созданием техники и оказанием услуг вооруженным силам.

## § 1.6. Типы ГЧП

ГЧП можно классифицировать по правовому признаку участия частного сектора в проекте. Для этого используются такие термины, как ВОТ, ВТО ПСФС и другие из табл. 1.1. Они, как правило, указывают на момент передачи права владения объектом от проектной компании государственным органам. Если же проектная компания никогда не была законным владельцем объекта, термины обозначают законные интересы частной компании, такие как аренда недвижимости или просто право на эксплуатацию. Разница между ними юридическая и не затрагивает экономическую и финансовую основы — объекты ГЧП являются активами государственного сектора, и их нельзя продать частным компаниям или лицам (см. § 15.11).

Табл. 1.1. Государственные и частные проекты по созданию инфраструктуры

Государственные проекты			Частные проекты			
Государственно-частное партнерство						
Тип соглашения	Государственные закупки	Франшиза (Аффермаж)	Соглашение о DBFO*	Соглашение о ВТО**	Соглашение о BOT***	Соглашение о BOO
Строительство	Государственный сектор <sup>(2)</sup>	Государственный сектор <sup>(2)</sup>	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор
Эксплуатация	Государственный сектор <sup>(3)</sup>	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор
Владение <sup>(1)</sup>	Государственный сектор <sup>(4)</sup>	Государственный сектор	Государственный сектор	Частный сектор на этапе строительства, а потом государственный сектор	Частный сектор, пока действует соглашение, а потом государственный сектор	Частный сектор, покупатель, государственный сектор <sup>(5)</sup> или потребитель
Кто является плательщиком?	Государственный сектор <sup>(2)</sup>	Потребители	Государственный сектор или потребители	Государственный сектор или потребители	Государственный сектор или потребители	Частный сектор или потребители
Кто оплачивает?	Неизвестно	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор	Частный сектор

\* Также известно как Проектирование — строительство — управление — финансирование (Design-Construct-Manage-Finance, DCMF) или Проектирование — строительство — финансирование — содержание.

\*\* Также известно как Строительство — передача — аренда (Build-Transfer-Lease, BTL), или Строительство — аренда — эксплуатация — передача (Build-Lease-Operate-Transfer, BLOT), или Строительство — аренда — передача (Build-Lease-Transfer, BLT).

\*\*\* Также известно как Строительство — владение — эксплуатация — передача (BOOT).

<sup>(1)</sup> Во всех случаях владение может осуществляться в форме совместного государственно-частного предприятия (см. § 17.5).

<sup>(2)</sup> Обычно государственные органы проектируют объект и привлекают частные компании — подрядчиков для проведения строительных работ от своего имени. (Проектирование — проведение конкурса — строительство.)

<sup>(3)</sup> Государство может заключать договор на предоставление услуг (аутсорсинг — для эксплуатации и обслуживания) с частными компаниями — подрядчиками.

<sup>(4)</sup> Объект может находиться в собственности независимой государственной проектной компании, то есть «Государственно-государственное партнерство» (см. § 17.2.2).

<sup>(5)</sup> Соглашение о BOO применимо к ГЧП в небольшом количестве случаев, когда объект не передается в собственность государства по завершении соглашения о ГЧП (см. § 15.11).

Более продуктивной является классификация по признакам оказания услуг и передачи риска, заложенная в соглашениях о ГЧП. На этом основании все ГЧП разделяются на две категории: возможность использования и доступность. Последнюю можно разбить еще на три подкатегории: здания, обрабатывающее предприятие, оборудование и системы или сети.

### § 1.6.1. Возможность использования

Форма концессии предполагает взимание пошлин, сборов или платы за пользование такими объектами, как дороги, мосты и туннели, а также другими объектами транспортной инфраструктуры: портами, аэропортами, поездами, наземным метрополитеном и др. Концессия — яркий пример ГЧП, в котором риск переносится на частный сектор. До сих пор она остается самой распространенной формой партнерства. Но данный тип риска можно перенести и на PFI, например с помощью уже упомянутой ранее теневой платы. В этом случае платит государство, а используют объект водители. Также совмещают оба подхода, когда пошлины и тарифы оплачивают потребители наряду с субсидиями государственного сектора.

### § 1.6.2. Здания

Проекты, связанные со строительством зданий, таких как больницы, школы и тюрьмы, обычно предполагают, что они становятся доступными для использования государственными органами. Как правило, это объекты социальной инфраструктуры. Они являются самым важным типом проектов с использованием PFI — частной финансовой инициативы. В них предполагается предоставление на длительный срок таких услуг, как уборка, снабжение, обслуживание или даже охрана заключенных в тюрьмах. Однако для государственных органов они занимают второе место по важности в сравнении со строительством зданий и доступностью (готовностью к эксплуатации) (см. § 13.5.2).

### § 1.6.3. Оборудование, системы или сети

Значительно реже встречаются ГЧП, связанные с приобретением оборудования, созданием систем или сетей. Все они организованы по типу PFI.

В этих случаях государственные органы платят за готовность объекта к эксплуатации. Примером служат DBFO в области строительства дорог, когда плата зависит не от использования объекта, а от его готовности к эксплуатации. Готовность определяется следующими критериями: закрыты ли полосы движения; скорость движения по дороге; время, за которое можно очистить дорогу от последствий аварий, загрязнений и т. д. Сходным образом оплата по железнодорожным проектам может производиться по готовности системы (например, семафоры или подвижной состав) и ее работы, а не на основе пассажиропотока. Проекты также могут распространяться на уличное освещение

или информационные технологии, на такой важный сектор, как производство оборонной продукции.

#### § 1.6.4. Обрабатывающее предприятие

Первоначально соглашение ВОТ («строительство — эксплуатация — передача») использовалось при производстве электроэнергии и, конечно, попадает в эту категорию. Однако в форме ГЧП оно практически не встречается (за исключением некоторых стран Ближнего Востока) из-за повсеместной приватизации предприятий, занимающихся производством и распределением электроэнергии. Наиболее распространено государственно-частное партнерство на перерабатывающих предприятиях, системах водоснабжения, очистки сточных вод, заводах для сжигания мусора. Главная отличительная черта этих и других проектов, упомянутых ранее, — процессы, лежащие в их основе, легко поддаются измерению.

Проекты, связанные с водой, могут быть реализованы в форме концессии или PFI, но в обоих случаях в первую очередь оплачивается их готовность к производству продукции, очистке воды или утилизации сточных вод, а не конкретные объемы переработанной или произведенной продукции. Также в проектах по сжиганию мусора государственные органы платят за готовность к переработке мусора, и если завод не в состоянии сделать это, то выплаты не производятся. В основу таких проектов положены те же принципы, что описаны выше в связи с ВТО (соглашением о покупке электроэнергии). Но плата за использование объекта не так важна, и основным критерием снова выступает готовность объекта к эксплуатации.

## Глава 2. ГЧП: «за» и «против»

### § 2.1. Введение

Чем объясняется рост интереса к ГЧП во всем мире на протяжении последних лет? Реформа государственного сектора под названием «Новое государственное управление» — теоретическая база ГЧП (§ 2.2). Но на самом деле главная причина бурного роста предприятий ГЧП — отсутствие ограничений, связанных с бюджетами государственных организаций (§ 2.3).

Вместе с тем подробное обсуждение преимуществ и недостатков ГЧП — дело чрезвычайно сложное. Правительства используют разнообразные аргументы в поддержку проектов ГЧП. Однако многие из них служат для оправдания решения, которое было принято ранее, исходя из имеющегося размера бюджета. Такие аргументы еще будут упоминаться на страницах книги, но стоит собрать их вместе уже сейчас. В основном дебаты касаются следующих вопросов:

- ГЧП привлекает дополнительные инвестиции в общественную инфраструктуру (§ 2.4);
- в ГЧП не так заметны повышенные расходы на финансирование (§ 2.5);
- можно ли передачу риска и эффективность расходования средств отнести на счет более высоких расходов на финансирование (§ 2.6);
- экономия за счет масштаба (§ 2.7);
- преимущества оценки стоимости жизни проекта и его технического обслуживания (§ 2.8);
- добавление стоимости за счет привлечения специалистов из частного сектора (§ 2.9);
- ГЧП — катализатор реформирования государственного сектора (§ 2.10);
- сложность проблемы (§ 2.11);
- влияние ГЧП на гибкость государственного сектора (§ 2.12).

И, наконец, не стоит упускать из виду политический контекст данной дискуссии (§ 2.13).

### § 2.2. Новое государственное управление. ГЧП и приватизация

ГЧП необходимо рассматривать более широко — в свете реформы государственного сектора под названием Новое государственное управление (NPM)<sup>1</sup>, которая поощряет:

---

<sup>1</sup> New Public Management (англ.).

- перераспределение полномочий между разными уровнями государственного управления;
- разделение ответственности за приобретение коммунальных услуг и их предоставление;
- оценку коммунальных услуг на основе объемов выпуска или их доступности (см. § 1.3.2);
- заключение соглашений с частным сектором о производстве последним коммунальных услуг;
- приватизацию коммунальных услуг.

Все это сильно размывает границы между частным и государственным секторами экономики. Итак, соглашения о ВОТ и его модификации создали практическую основу для нового поколения ГЧП в 90-х годах (см. § 1.4.3), а теоретической или политической базой для них стало NPM.

Приватизация коммунальных служб началась в Великобритании в 1980-е годы при Маргарет Тэтчер и распространилась во многих странах. Идеология NPM гласила, что государство должно обеспечить частному сектору возможность предоставлять услуги в тех отраслях, где это экономически выгодно, особенно в коммунальной сфере. Там конкуренция ведет к улучшению обслуживания и снижению потребительских тарифов, а также к экономии ограниченных ресурсов (особенно если услуги предоставляются бесплатно или ниже их себестоимости).

Эти установки отменяли принципы XX века, по которым коммунальные услуги должно предоставлять государство (притом что раньше частный капитал брал на себя эту инициативу, как говорилось выше). Последующая программа PFI в Великобритании (см. § 1.4.5) переносит преимущества приватизации в базовые коммунальные службы, не подлежащие приватизации. Эффективность расходования средств (ЭРС) и другие аргументы, рассматриваемые ниже, во многом произросли из концепции NPM. Вместе с тем между приватизацией и ГЧП существуют различия, которые не позволяют ГЧП достигать тех же результатов, что и приватизация.

- Государственные органы несут прямую политическую ответственность за услуги, предоставляемые в рамках ГЧП. Но если служба приватизирована, то государство снимает с себя ответственность.
- Граждан не очень заботит, частная или государственная компания предоставляет услуги в рамках ГЧП. Однако если коммунальные службы приватизированы, их отношение к этому меняется.
- При государственно-частном партнерстве владельцем физического капитала остается (или вновь становится) государственный сектор, а после приватизации капитал переходит в частные руки навсегда.
- ГЧП обычно создается для монопольного предоставления услуг, а приватизация — это появление конкуренции.
- При ГЧП перечень и стоимость услуг четко определяются специальным соглашением между частным и государственным секторами. В частном секторе эти параметры контролируются, если вообще контролируются, с помо-

щью определенных форм лицензирования или правового регулирования, допускающего регулярное изменение цен. Либо они отдаются на откуп стихии рынка.

### § 2.3. Выплаты из бюджета

Реформа «Новое государственное управление» заложила теоретический фундамент ГЧП. А первичной причиной широкого распространения стало то, что ГЧП не нуждается в государственном финансировании. ГЧП распределяет капитальные затраты объекта, принадлежащего государственному сектору, на весь его жизненный цикл, а не относит их на счет государственного бюджета (см. § 5.5). Затраты либо оплачивают потребители — вместо налогов (в случае концессии), либо госбюджет на протяжении срока действия соглашения о ГЧП. В любом случае это взимание платы за услуги. Программа ГЧП, таким образом, позволяет государственному сектору вырваться за рамки краткосрочных ограничений на инвестирование в общественную инфраструктуру, которые накладывают недостаточные налоговые сборы и ограничения, связанные с государственными заимствованиями. Программы и термины ГЧП, например частная финансовая инициатива или инновационное финансирование, сейчас часто используют американские правительственные структуры, что подтверждает точку зрения, согласно которой определение ГЧП первоначально применялось для обозначения частных инвестиций в государственный сектор.

Здесь возникает вопрос относительно уместности бюджетных ограничений на инвестиции в инфраструктуры, требующие использования ГЧП. Особенно это касается ограничений, созданных искусственными правилами, такими как Маастрихтское соглашение, которое накладывает ограничения на величину бюджетного дефицита в странах Евросоюза. Противники называют ГЧП «займами, которые не отражаются в балансе» правительства, даже если у этих партнерств имеются и другие преимущества, которых мы коснемся далее. Можно сказать, что лучше изменить принципы учета в государственных структурах для таких случаев, а не исказить сам принцип. Хотя ГЧП часто называют (и будут называть) «забалансовым» для государственного сектора, но в этом секторе баланс формируется иначе, чем в частной компании. Например, в PFI плата за обслуживание — будущие годовые затраты, которые оказывают непосредственное влияние на бюджет государственного сектора. Это представляет особую опасность для небольших стран, принимающих участие в масштабных программах PFI. Например, в Португалии (см. список литературы) платежи по крупной и быстроразвивающейся программе строительства дорог по типу PFI сильно отразились на государственном бюджете.

### § 2.4. Взаимодополняемость

Если первоначальные вложения в ГЧП не учитываются в государственном бюджете, это позволяет государственному сектору инвестировать (или ускорять процесс) в инфраструктуру, что иначе было бы невозможно (или отложено



на потом). Таким образом, выбор, учитывая бюджетные ограничения, фактически делается не между ГЧП и проведением конкурса на строительство объекта, а между ГЧП и полным отсутствием инвестиций. Эта «взаимодополняемость» часто становится аргументом в пользу ГЧП. Власти утверждают: «ГЧП дает нам возможность быстрее вкладывать средства в коммунальные службы». Отсюда политическая привлекательность ГЧП.

С макроэкономической точки зрения, если государственные инвестиции растут, то частные — сокращаются. В итоге результат не меняется — вне зависимости от типа инвестиций. Однако, по-видимому, существует немного доказательств того, что ГЧП «вытесняют» инвестиции в частном секторе в какой бы то ни было отрасли. (Хотя они и могут повлиять на строительную индустрию, о чем пойдет речь ниже.) Точно так же понятно, что ГЧП на самом деле — дополнение к другим формам государственного инвестирования, а не замена им.

## § 2.5. Затраты на финансирование и перенос риска

Частное финансирование ГЧП очевидно дороже, чем финансирование проекта за счет государственного бюджета и государственных займов. Капитальные затраты в этом случае выше примерно на 2–3% в год. Это справедливо даже для РФ, где платежи все равно производятся из государственных средств.

Государственные займы дешевле. Тот, кто дает в долг государству, своими деньгами особенно не рискует. А кредиторы ГЧП рискуют. Риски, связанные с проектом, не исчезают просто потому, что его финансирует государство. Поэтому можно сказать, что их берет на себя государственный сектор. По сути, они представляют собой скрытые издержки на реализацию проекта. И их надо прибавить к незначительным издержкам государственного финансирования, чтобы сделать эту величину сопоставимой с затратами на финансирование ГЧП.

Существует противоположная точка зрения, согласно которой госсектор лучше справляется с распределением рисков, чем частный. Реальные издержки государственного финансирования проекта даже с учетом рисков действительно ниже. Но так можно дойти до того, что правительство должно финансировать все. И с равным успехом утверждать, что частными компаниями владеет множество отдельных акционеров (непосредственно или через инвестиционные или пенсионные фонды) и они защищают себя от рисков, обладая множеством различных акций. Следовательно, нет веских оснований утверждать, что способности частного и государственного секторов нейтрализовать риск сильно различаются.

Однако трудно провести количественную оценку переноса риска в ГЧП (или сходного риска, актуального при госзакупках). То же самое относится и к другим возможным преимуществам ГЧП. Реалистичнее подход, где дискуссия о сравнительной величине затрат отталкивается от предположения, что есть свобода выбора между государственным финансированием проектов и ГЧП. Хотя чаще всего из-за бюджетных ограничений такого выбора просто

не существует — в действительности приходится выбирать между ГЧП и отказом от проекта. Проблема, таким образом, сводится к возможности строительства объекта с оптимальными затратами посредством ГЧП, вне зависимости от результатов госзакупок.

## § 2.6. Перенос риска и «эффективность расходования средств»

Несмотря на проблематичность количественной оценки, перенос риска остается основным аргументом в пользу ГЧП (см. § 5.3). То есть риском лучше управляют частные компании, и, соответственно, затраты будут ниже, чем в госсекторе. Получается, что перенос риска улучшает показатель эффективности расходования средств. С этой точки зрения ЭРС — не просто минимум затрат, она также учитывает перенос риска, издержки за весь срок службы объекта (§ 2.8) и услуги, произведенные при помощи объекта. Все это в совокупности помогает установить, что приносит большую выгоду. Доводы в пользу ЭРС имеют огромное политическое значение — это доводы в защиту программы ГЧП. Перенос риска также неразрывно связан с тем, что проекты обязательно отражаются в балансе государственного сектора, если невозможно показать, что имеет место перенос риска в частный сектор (см. § 5.5).

Нет сомнений, что ГЧП побуждает государственный сектор к определению проектных рисков и заставляет задуматься об их переносе не тем способом, который связан с привычной процедурой проведения государственных закупок. (Каким образом перенос риска проявляется в соглашениях о ГЧП, будет обсуждаться в главе 14.) Перенос — сложный процесс, но если вкратце: ГЧП переносит в частный сектор риски в строительстве, рыночный риск и риск готовности объекта. Каждую категорию мы рассмотрим далее.

### § 2.6.1. Строительный риск

Реализация больших проектов в рамках государственного сектора может привести к значительному перерасходу средств (см. § 5.2.3). Суммы, которые государственные органы выплачивают за ГЧП, определяются соглашением, а значит, перерасход невозможен (его обычно не бывает). Очевидно, что в рамках ГЧП риск строительства ложится на частный сектор.

Причиной тому не столько сама структура ГЧП, сколько то, что затраты определяются соглашением с генеральным подрядчиком (см. § 14.6.1), в котором проектная компания (через субподрядчика) также принимает на себя риск, связанный с проектированием, то есть риск возникновения ошибок или упущений в проекте или риск проведения дополнительных работ. Соглашения с генподрядчиком полностью не исключают перерасход средств или невозможность завершения строительства объекта (см. § 14.6.3). Они позволяют избежать проблемы, характерной для госсектора. Суть ее в том, что при схеме «проектирование — проведение конкурса — строительство» неизбежен рост расхо-

дов. Они обусловлены изменениями и дополнениями, которые госорганы вносят в проект по ходу дела. Впрочем, первоначальная стоимость соглашения с генеральным подрядчиком, конечно, выше — по сравнению с договорами на проектирование, проведение конкурса и строительство (см. § 14.7.1), которые оставляют место для повышения расходов. Затраты на реализацию проектов ГЧП также могут сильно возрастать (их можно скрыть благодаря сокращению объема выполненных работ) в промежуток между получением заявок и моментом подписания соглашения (см. § 6.3.8). То есть превышение первоначальной величины происходит, но на другом этапе проекта.

В любом случае соглашения с генеральным подрядчиком могут применяться и при проведении государственных конкурсов, чтобы уменьшить перерасход средств (см. § 17.2). Сочетание проектирования и строительства (положения о которых являются частью соглашения о ГЧП) должно обеспечить скорейшее завершение строительства, поскольку они отчасти выполняются параллельно, а не последовательно. И все же это преимущество госорганы могут закрепить за собой, если заключат договор о проектировании и строительстве, а не будут следовать схеме «проектирование — проведение конкурса — строительство».

### § 2.6.2. Риск, связанный с использованием объекта

В концессии риск, связанный с использованием объекта, ложится на концессионера (однако он может быть подкреплен государственными органами — см. § 13.4.3). Его также можно перенести на PFI, но это не всегда экономически оправданно, если плата за риск использования будет слишком высокой для частного сектора. В действительности при реализации проектов по типу PFI риск использования ложится на госорганы (см. § 13.4.5).

### § 2.6.3. Готовность к эксплуатации и риск несоответствия объекта требованиям заказчика

Хотя эти риски можно перенести на проектную компанию, опасность, которую они представляют, очень невелика, если объект уже построен (см. § 13.5).

### § 2.6.4. Затраты на обслуживание и эксплуатацию

Риск перерасхода средств на эксплуатацию ложится на проектную компанию (см. § 14.8.5, 14.8.6), о чем говорилось выше (§ 2.8). Распределение затрат на весь срок строительства и службы объекта — основа работы ГЧП, один из самых весомых аргументов «эффективности расходования средств» в пользу ГЧП. И все же эти риски не всегда можно перенести в полной мере (см. § 12.4.5, 15.2.5).

### § 2.6.5. Практика переноса рисков

Насколько это возможно? ГЧП по определению создается, чтобы предоставлять самые необходимые коммунальные услуги. Если частные инвесторы не понимают этого, они потеряют свои вложения (см. § 2.9.7). Но они не обязаны

инвестировать ради спасения проекта (см. § 8.5.1). Если ГЧП не в состоянии выполнять свои функции, то вполне вероятно, что государственным органам придется потратить дополнительные средства для поддержки проекта, то есть перенос риска до такой степени в любом случае не произойдет.

Более того, поскольку главная забота госорганов — непрерывное предоставление услуг, то наиболее простым выходом в этой ситуации станет дополнительная поддержка проекта, а не прекращение соглашения о ГЧП и последующий поиск новых договоренностей. Дополнительная поддержка означает, что государство снова берет на себя риски, которые ранее переносились на частных инвесторов (например, транспортного потока), и таким образом обесценивает преимущества ГЧП, связанные с запланированным переносом риска. Эту ситуацию назвали «приватизацией прибыли и национализацией убытков». Вместе с тем нельзя считать, что так происходит всякий раз, когда у проектов, связанных с ГЧП, возникают трудности. Пока для частного сектора существуют хорошие материальные стимулы, чтобы решить данную проблему (см. § 15.5).

Также можно утверждать, что плата за услуги, точно рассчитанная, чтобы принести частным инвесторам ожидаемый доход, и платежи, аккуратно распределенные, чтобы сильно не рисковать чистыми свободными средствами (см. § 13.5), фактически недалеко ушли от ценообразования по формуле «средние издержки плюс прибыль». Если это верно, то получается, что возможность переноса риска очень ограничена.

## § 2.7. Экономия за счет эффекта масштаба

Поскольку ГЧП ускоряет инвестирование в объекты общественной инфраструктуры, иногда проект, который реализуется в несколько приемов (например, дорогу строили бы по частям), может быть завершен за один раз. Экономия за счет эффекта масштаба в строительстве (например, вследствие того, что строителям не придется проводить подготовительные работы на каждом отрезке дороги по отдельности или при использовании специализированных тяжелых машин) должна выразиться в сокращении капитальных затрат. Ускорение строительства позволяет также избежать в некоторых случаях расходов, вызванных инфляцией.

С другой стороны, значительный спрос на строительные работы в рамках ГЧП способен вызвать нехватку производственных мощностей и рабочей силы в местной строительной индустрии. Тогда последует рост цен, что перевесит преимущества ГЧП.

Значительный рост цен наблюдался в Великобритании при строительстве школ и больниц, в Португалии — при строительстве дорог. Во всех секторах экономики, где реализовывались крупномасштабные программы с привлечением ГЧП. Точно так же объем и сложность проектов, осуществляемых с помощью ГЧП, отпугивают небольших подрядчиков от участия в государственных конкурсах. Тем самым снижается конкуренция, что тоже может повлиять на конечную величину затрат.

## § 2.8. Распределение затрат на период жизненного цикла и обслуживания объектов

Этот момент — наиболее важная составляющая «эффективности расходования средств» в ГЧП. Поскольку ответственность за строительство, эксплуатацию и предоставление услуг несут одни и те же инвесторы, у них есть стимул для оптимизации затрат «на весь период жизненного цикла». То есть они готовы вложить больше на начальном этапе, если это сократит эксплуатационные расходы на весь срок соглашения о ГЧП. А при государственных закупках они стремятся вложить как можно меньше. Однако если инвесторы стремятся получить доход от краткосрочных, а не от долгосрочных вложений, то выгоды от распределения затрат на весь срок службы объекта могут оказаться недостаточно привлекательными (см. § 7.2.1, 7.2.3). Это становится очевидным, когда объединение строительных работ и оказания услуг касается текущего содержания объекта (см. § 7.2.1, 7.2.3).

Но здесь перевешивают доводы в пользу переноса риска. Использование ГЧП позволяет перенести риск, связанный с ростом эксплуатационных расходов, — вероятно, самый непредсказуемый (см. § 14.8.6) — в частный сектор. Инвесторы и кредиторы не смогут избавиться от него, если станут рисковать своим капиталом (см. § 2.9.7).

Можно также утверждать, что долгосрочные договорные отношения побуждают государственный сектор расходовать средства на содержание объекта (в виде платы за услуги), невзирая на краткосрочные бюджетные ограничения, которые в противном случае могут привести к перебоям в обслуживании. Вместе с тем эти отношения заставляют частный сектор обслуживать объект, когда оплата услуг не производится (или сокращается), если требования к качеству обслуживания не выполняются. Таким образом, соглашение о ГЧП обеспечивает обслуживание объекта в соответствии с заранее определенными стандартами на протяжении всего срока службы (см. § 15.11). Впрочем, государственные органы могут заключить долгосрочное соглашение о проектировании, строительстве и обслуживании объекта, которое даст тот же результат (см. § 17.2.1).

## § 2.9. Преимущества привлечения частных компаний

Также можно утверждать, что привлечение частных компаний приносит определенные преимущества, которые недоступны при реализации проектов, проводимых в рамках государственного сектора с привлечением поставщиков с помощью тендеров.

### § 2.9.1. Выбор проекта

Там, где оплата услуг зависит от спроса, а государственные органы, предположим, оплату не гарантируют (см. § 13.4.3), частные компании будут браться только за хорошие проекты и избегать бесполезных и разорительных.

Вместе с тем есть опасность, что перенос лишь части рисков искажает механизм принятия решений относительно продолжения работы над проектом. Например, риски, связанные со строительством и содержанием нового здания, обычно не столь велики в сравнении с восстановлением и содержанием старого. Даже если во втором случае показатель ЭРС более привлекателен, найти желающих участвовать в ГЧП труднее. Компании, принимающие участие в конкурсах на участие в ГЧП, всегда склоняются к выбору нового здания. Точно так же дорога, строительство которой финансируется за счет сборов, может стать более привлекательной, нежели бесплатная, но имеющая экономические, экологические и иные преимущества (см. § 3.10). А оговорки, запрещающие конкуренцию в дорожных концессиях с взиманием пошлин, могут препятствовать развитию других общественных дорог (см. § 3.5).

### § 2.9.2. Управление проектами

Считается, что у частных компаний большой опыт управления сложными проектами, а следовательно, они сдают их в срок и не превышают бюджета. То же относится к последующему оказанию услуг. Это вполне вероятно, притом что опыт управления большими проектами в государственном секторе имеет печальную историю. Но частные предприятия также могут брать на себя управление ГЧП-проектами, не занимаясь их финансированием (см. § 17.2.1).

### § 2.9.3. Ограниченная ответственность

В соглашениях о ГЧП за государственными органами закрепляется ограниченная ответственность в отношении строительства и эксплуатации объекта. Это исключает ситуации, когда один участник соглашения винит другого, если возникают сложности. Кроме того, можно создать систему, которая позволит добиться того же результата, не прибегая к частным инвестициям (см. § 17.2.1).

## Положение о порядке подготовки и заключения соглашений о ГЧП: практический обзор<sup>1</sup>

Сегодня понятие «государственно-частное партнерство» включает в себя все типы отношений между государством и частным субъектом — инвестиционные договоры, концессионные соглашения, государственные контракты, а также обычные гражданско-правовые договоры с участием государства. Поэтому можно сказать, что понятие не имеет четко определенного юридического смысла.

При этом окончательного закона федерального уровня, регулирующего отношения ГЧП, до сих пор нет, хотя его проект и прошел первое чтение в Государственной думе. И такое положение может оставаться неизменным в течение неопределенного времени.

С другой стороны, почти в каждом субъекте РФ существуют законы, регулирующие их участие в отношениях ГЧП. Очевидно, что после вступления указанного выше федерального закона в юридическую силу они подвергнутся коренной переработке.

Таким образом, на общедоказательном уровне отношения ГЧП не приведены в систему, а созданные на региональном уровне «системы» варьируются от одного региона к другому.

В связи с вышеизложенной ситуацией специалистами Центра управления проектами ГЧП при НИИ КПУ был подготовлено «Положение о порядке подготовки и заключения соглашений о государственно-частном партнерстве» (далее Положение). Положение является внутрикорпоративным документом (в английской юридической терминологии by-law) и содержит юридические рекомендации, призванные помочь участникам ГЧП-проекта регулировать отношения на этапе составления Соглашения о ГЧП.

Положение универсально, поскольку предполагает возможность заключения Соглашения о ГЧП между публично-правовым образованием (несколькими публично-правовыми образованиями), а также уполномоченными ими лицами на заключение от своего или от их имени Соглашения о ГЧП (далее Публичный партнер) и Частными партнерами.

При этом Положение основано на принципе приоритета решения государственных, муниципальных и/или общественно значимых задач.

Сразу же следует отметить, что Положение не обязательно к использованию во всех без исключения Соглашениях о ГЧП с участием Публичного партнера — не указав на его применение в Соглашении, Публичный партнер исключает его действие.

Положение выполняет следующие функции:

### 1. Унификация условий договоров в пользу Публичного партнера

Принимая Положение, Публичный партнер фактически делает все заключаемые в соответствии с ним Соглашения о ГЧП договорами присоединения, где присоединяющая сторона — это Частный партнер. Разумеется, юридически указывается на то, что они таковыми не являются. Подписывая Соглашение о ГЧП, Частный партнер невольно принимает условия, сформулированные в этом Положении. А сформулированы они в пользу Публичного партнера. Если соглашение о ГЧП — это продукт согласования позиций двух сторон (который далеко не всегда может устраивать Публичного партнера), то Положение является целиком и полностью продуктом Публичного партнера. Даже если в договоре написано иное — приоритетом пользуются нормы Положения. Наконец, унификация условий позволяет не задумываться над содержанием того или иного конкретного договора.

<sup>1</sup> Материалы предоставлены АНО «НИИ корпоративного и проектного управления».

Например, условие о том, что «Цена включает в себя все затраты, издержки и иные расходы Частного партнера, в том числе сопутствующие, связанные с исполнением Соглашения о ГЧП» может и не упоминаться в самом Соглашении о ГЧП. Но от этого оно не перестает быть действительным.

## **2. Использование преимуществ, которые предоставляют законы, регулирующие отношения в сфере ГЧП.**

Законами, регулирующими отношения ГЧП, в ряде случаев допускается возможность изменить нормы путем закрепления иного правила в договоре.

## **3. Исправление недостатков и восполнение пробелов действующего законодательства.**

Законами, регулирующими отношения ГЧП, охвачены далеко не все аспекты отношений между Публичным партнером и Частным партнером — например, никак не решена проблема юрисдикционного иммунитета Публичного партнера от судебного преследования в иностранных судах. Положение содержит указание на цель всех заключаемых в соответствии с ним Соглашений о ГЧП — осуществление суверенных функций государства, что позволит распространить на заключаемые сделки иммунитет от судебного преследования в судах иностранных государств (чего на практике не происходит почти никогда).

Процедура приемки имущества регламентирована в законе весьма фрагментарно (только в отношении товара при поставке товаров и в отношении объекта в договорах подряда). Положение же позволяет осуществлять приемку наиболее выгодным для Публичного партнера способом.

В законах никак не регламентированы процедуры изменения норм договоров. Соглашения о ГЧП, заключенные в соответствии с Положением, определяют данную процедуру, в результате чего договор меняется по правилам, установленным Публичным партнером.

Закон ставит возможность одностороннего отказа от исполнения обязательств по договору в зависимости от содержания договора — Положение содержит широкий перечень условий, при которых возможен односторонний отказ от исполнения обязательств Публичным партнером.

\*\*\*

Конечно, все условия Положения можно прописать в Соглашениях о ГЧП. Однако, во-первых, далеко не всегда подобные условия (напомним, составленные в пользу ГОСУДАРСТВА), прописанные в тексте Соглашений о ГЧП, будут приняты контрагентом безоговорочно. Одно дело выдвигать возражения против проекта Соглашения о ГЧП и совсем другое — против норм внутреннего документа Публичного партнера.

Говоря конкретнее, **Положение содержит те условия, которые не всегда удобно прописывать в Соглашении о ГЧП.**

Положение содержит не только правила, регулирующие отношения Публичного партнера и Частного партнера, но и правила, обязательные в рамках Публичного партнера, — заключать соглашения только с обеспечением исполнения обязательств со стороны Частного партнера, отражать факт составления текста Соглашения о ГЧП на русском языке ранее, чем текста на иностранном языке, правила проведения тендеров, процедуры заключения договоров и т. д.

Несмотря на то, что Положение о ГЧП составлено в пользу Публичного партнера, **интересы Частного партнера также учтены:**



1. Во-первых, для исключения действия данного Положения достаточно умолчать о нем в Соглашении о ГЧП. Во-вторых, и Публичный партнер, и Частный партнер могут также сделать в Соглашении о ГЧП оговорку о частичном применении данного Положения.

2. Положение предусматривает формальную соразмерность обязательств Сторон Соглашения о ГЧП, в чем заинтересован именно Частный партнер — как слабая сторона любого Соглашения о ГЧП.

3. Важна стабильность условий Соглашения о ГЧП и его независимость от изменений законодательства. Положение предусматривает пропорциональное изменение норм Соглашения о ГЧП с целью максимального обеспечения интересов Частного партнера.

4. Предусматривает возможность перехода права собственности на Объект к Частному партнеру.

5. Предусматривает право Частного партнера на возмещение возникших на его стороне убытков — как в форме реального ущерба, так и в форме упущенной выгоды.

6. В случае национализации (реквизиции) объекта Соглашения о ГЧП Частный партнер имеет право на компенсацию стоимости переданного ему в соответствии с Соглашением о ГЧП имущественного права.

7. Использование международного коммерческого арбитража, предусмотренное Положением, обеспечивает Сторонам менее затратное и ускоренное разбирательство споров, нежели разбирательство в арбитражных судах государственной судебной системы.

Перечисленные выше преимущества для Частных партнеров законом либо не предоставляются, либо предоставляются в отношении отдельных видов договоров с участием государства.

\*\*\*

Мы также выделили основные законодательные проблемы, решить которые позволяет Положение о порядке подготовки и заключения соглашений о государственно-частном партнерстве.

Проблема	Пути решения
1. Отсутствие федерального закона, регулирующего отношения ГЧП.	Нормы Положения сформулированы максимально общо, поэтому они соответствуют практически любой договорной форме ГЧП (будь то смешанный договор услуг и аренды или концессии). Кроме того, предусмотрена возможность их изменения. Наконец, Стороны могут вообще не ссылаться в Соглашениях о ГЧП на данное Положение, а использовать его как базу при составлении Соглашений о ГЧП. Таким образом, использование Положения позволяет сторонам — участницам ГЧП-проекта адаптироваться к любым изменениям в законодательстве.
2. Перспектива принятия федерального закона «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации».	Нормы Положения сформулированы таким образом, что включают в «орбиту» своего действия любые договорные формы взаимодействия государства и инвестора. В случае если будущий Федеральный закон о ГЧП ограничит распространение своего действия на какие-либо отношения (проект, например, предполагает, что его нормы не распространяются на отношения, связанные с реализацией проектов на принципах ГЧП за счет предоставления

Продолжение таблицы

Проблема	Пути решения
	<p>бюджетных ассигнований инвестиционных фондов), это не будет означать утраты юридической силы данного Положения в части регулирования этих отношений. Иными словами, Положение позволяет сторонам — участникам Соглашения о ГЧП чувствовать себя подготовленными к любому развитию законодательства в сфере ГЧП.</p>
<p>3. Проблема оптимального использования возможности выбора иностранного права.</p>	<p>К отношениям, регулируемым Положением, применяются нормы российского законодательства, а к соглашениям о ГЧП (сделкам, входящим в состав этого соглашения), применяется либо право, выбранное сторонами такого соглашения, либо право, применимое в соответствии с применимыми коллизионными нормами. Таким образом, возможность сторон Соглашения о ГЧП применить Положение полностью или частично либо вовсе исключить его применение позволяет подбирать оптимальные варианты применения иностранного права.</p>
<p>4. Проблема юридического положения Публично-го партнера в структуре отношений государства (муниципального образования) и частного партнера. Не все федеральные законы, регулирующие отношения в сфере ГЧП, допускают возможность заключения договоров третьими лицами (в т. ч. Публичным партнером) от имени государства и от имени инвестора.</p>	<p>Положение предусматривает максимально широкий круг лиц, от имени которых может выступать Публичный партнер; лиц, которые могут быть Частными инвесторами; и юридических лиц, которые могут выступать от имени Публичного партнера (Предприятия Публичного партнера согласно Положению).</p>
<p>5. Динамичность изменения норм российской правовой системы (нестабильность действующего законодательства).</p>	<p>Положение предусматривает оговорку об обязательном пропорциональном изменении Соглашения о ГЧП в случае изменения законодательства. Это позволит достигнуть стабильности условий соглашения. Федеральный закон «О концессионных соглашениях» и проект федерального закона «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации» прямо предписывают включать такие условия в договоры. Остальные нормативные акты не запрещают этого.</p>
<p>6. Неясное положение соглашений о ГЧП в иерархии инструментов правового воздействия.</p>	<p>Соглашения о ГЧП очень существенно различаются между собой в части их положения в иерархии инструментов правового регулирования. В одних случаях они пользуются приоритетом, в других — подчиняются нормам соответствующих законов.</p>

Окончание таблицы

Проблема	Пути решения
	Хотя нормы Положения сформулированы общо, некоторые условия, которые, согласно нормам гражданского законодательства, варьируются от договора к договору (неустойка; переход риска случайной гибели; необходимость обеспечения обязательства; условия приемки объектов, товаров, услуг, материалов, сырья, оборудования; основания одностороннего отказа от исполнения обязательств) в тексте данного Положения унифицированы.
7. Отсутствие гарантий для Частного партнера и Публичного партнера	<p>Положение исключает возможность Частного партнера ссылаться на свой статус «слабой стороны» Договора и предусматривает ряд гарантий для Сторон Соглашения о ГЧП:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Частному партнеру — стабильность условий соглашения; неустойка за неисполнение обязательств; право на возмещение убытков как в форме реального ущерба, так и в форме упущенной выгоды; право на компенсацию стоимости переданного ему в соответствии с Соглашением о ГЧП имущественного права в случае национализации (реквизиции) Объекта;</li> <li>• Обеим Сторонам — неустойка; принцип соразмерности обязательств Сторон; возможность передачи в собственность Объекта Частному партнеру, но лишь в исключительных случаях;</li> <li>• Публичному партнеру — возможность отказа от исполнения обязательств, возможность использования любых конкурентных процедур отбора Частного партнера, обязательное обеспечение исполнения обязательств и т. д.</li> </ul>

Внешние условия диктуются конъюнктурой рынка, политическими и экономическими интересами государства. Задача-минимум сторон — уменьшить их отрицательное воздействие на реализацию проекта.

Разработанное специалистами НИИ КПУ «Положение о порядке подготовки и заключения соглашений о государственно-частном партнерстве» предоставляет реальные возможности для заключения Соглашений ГЧП с учетом особенностей каждой конкретной отрасли.



#### § 2.9.4. Эффективность

Здесь мы исходим из предположения, что частные компании в целом действуют более эффективно, нежели государственные структуры, потому что прибыль является основным стимулом для достижения эффективности. Но проблема в том, что частным компаниям, по сути, платят не за эффективность, а за выполнение условий соглашения о ГЧП. «Зафиксировав» требуемый уровень эффективности посредством исполнения условий (см. § 13.5), государственные органы лишаются возможности делать собственные эффективные сбережения на будущее в течение срока действия соглашения о ГЧП, только если такая составляющая платы за услуги, как операционные расходы, индексируется на уровне ниже инфляционного (см. § 11.3.2).

Данный аргумент становится более весомым, если применяется к приватизации услуг на конкурентном рынке, но не к ГЧП, где конкуренция исчезает после подписания соглашения. Это, по меньшей мере, подчеркивает важность конкуренции при заключении соглашений о ГЧП (см. § 6.3).

Если отсутствует механизм серьезного контроля, то так называемая эффективность частного сектора в действительности выливается лишь в наем меньшего количества сотрудников за меньшие деньги либо в иные действия, снижающие качество коммунальных услуг.

Однако этот аргумент не лишен смысла, поскольку очевидно, что сочетание удержаний и штрафных санкций за несоблюдение условий и контроль со стороны инвесторов и кредиторов должны устранить последствия неэффективного управления. В системе государственных закупок такие недостатки скрыть легче.

#### § 2.9.5. Инновации

Также утверждают, что ГЧП дает частным компаниям различные варианты решений, а государственному сектору — преимущества инноваций при проектировании или в способе оказания услуг. Это связано с главной особенностью ГЧП — государственные органы при проведении конкурса обычно указывают результаты проекта, а не затраты. Иными словами, госорганы обозначают требования, но не определяют способ их выполнения. Так, они могут указать, что в здании школы должно быть определенное количество классных комнат определенного размера, специально оборудованные помещения для приема пищи на определенное количество детей и т. д. Они не предлагают воплощать детально разработанный проект. Плата за услуги производится, если требования соблюдены (см. § 13.5.1, 13.5.2). Именно большая гибкость в требованиях к результату работ дает участникам конкурса возможность предлагать инновационные решения.

Несмотря на это, многие претенденты возлагают большие надежды на тех, кто раньше работал в государственном секторе. Однако трудно поверить, что такие люди вдруг станут новаторами оттого, что сменили место службы. Если они не смогли стать новаторами в государственной компании, значит,

что-то не в порядке с самой системой, а не с людьми. На самом деле можно выдвинуть и такой аргумент: служащие государственных компаний не имеют стимулов для инноваций, если с ними связан повышенный риск. С другой стороны, а сколько возможностей для инноваций существует во многих ГЧП? Госорганы, которые уже занимаются эксплуатацией подобных объектов, вероятно, лучше осведомлены, что можно (или нельзя) сделать для их усовершенствования. Этот довод говорит в пользу разработки госорганами «стандартного» детального проекта ГЧП (такого как строительство школы) без указания требуемых результатов, которые заставляют участников конкурсов тратить время и деньги на разработку собственных проектов (см. § 13.2). Вместе с тем нельзя упускать из вида следующее: когда государственные органы указывают необходимые затраты, это может поставить под удар перенос риска — если госорганы допустят ошибку при проектировании, то они и будут отвечать за нее.

Более того, инвесторы проектов ГЧП, как правило, не одобряют инноваций, если они создают дополнительные или неизвестные кредиторам риски.

#### § 2.9.6. Поступления от третьей стороны

В некоторых случаях проектная компания может получать дополнительные доходы, используя объект не только для общественного назначения (см. § 13.7). Хотя того же могут добиться и госорганы как владельцы объекта, опыт управления частной компанией часто более полезен. Любой дополнительный доход снижает плату за услуги и улучшает показатель ЭРС для государственных органов.

#### § 2.9.7. Риск потери и обесценивания капитала

Когда коммунальные услуги оказывают сторонние компании (см. § 1.5) и делают это не на должном уровне, они теряют прибыль, но этим все и ограничивается. В ГЧП частные инвесторы и кредиторы рискуют собственным капиталом и, следовательно, имеют мощный стимул для оказания услуг на должном уровне. Это наиболее важное долгосрочное преимущество ГЧП.

#### § 2.9.8. Проверка финансового состояния третьей стороной

Участие заемщиков в ГЧП означает, что третья сторона (помимо инвесторов и госорганов) проверяет, насколько данный проект жизнеспособен (см. § 9.3.4), что полезно для государственных органов (см. § 8.5.2).

#### § 2.9.9. Проблема «принципал — агент»

В экономической теории существует проблема «принципал — агент», когда агент, контролирующий бизнес, имеет доступ к большому объему информации,

чем принципал, владеющий им. Агент может воспользоваться асимметричной информацией для присвоения части прибыли. Асимметричность информации способна проявиться в любом виде государственных закупок и в потенциале обеспечить поставщикам из частного сектора дополнительную прибыль. Долгосрочный характер взаимоотношений в рамках ГЧП предоставляет больше времени для развития этой асимметрии. Например, государственные органы могут испытывать затруднения при определении разумной величины затрат, предложенных проектной компанией для внесения изменений в технические характеристики объекта (см. § 15.2.2).

## § 2.10. Реформирование государственного сектора

Программа ГЧП может стать своеобразным катализатором для обширных реформ в государственном секторе по множеству разных направлений.

### § 2.10.1. Прозрачность и возможность учета

ГЧП показывает реальную стоимость объекта на протяжении всего срока его службы, включая содержание и эксплуатацию. Ее невозможно поделить на части и похоронить в недрах бухгалтерской отчетности. Поэтому государственному сектору доступен выбор способов оказания и оплаты услуг. Бухгалтерский учет в госсекторе не отражает стоимость общественной инфраструктуры в таком комплексном виде. Здесь же полный учет, поскольку служащие в госсекторе не могут скрывать разницу в стоимости вариантов, они должны найти им обоснование, каким бы оно ни было.

Когда сравнивают затраты на организацию ГЧП и государственных закупок, важно рассматривать сопоставимые показатели. Затраты на эксплуатацию и содержание даже в таком относительно простом проекте, как строительство школы, могут достигать 30% от суммы ежегодной платы за услуги и до 50% — при строительстве более сложного здания, такого как больница. Эти затраты учитываются вместе, как часть всей стоимости соглашения о ГЧП, и совершенно неуместно сравнивать их только с первоначальными капитальными затратами на объект, построенный в итоге проведения госзакупок.

И хотя данные расходы могут быть прозрачны для государственных органов, это еще не означает, что они столь же прозрачны для общественности. Основная причина, скорее всего, коммерческая тайна. Но если информация не открыта для общественности, то невозможно избежать упрощенных сравнений «яблок с апельсинами» применительно к ГЧП, государственным закупкам (см. § 2.13) и, разумеется, усиления критики за отсутствие прозрачности.

### § 2.10.2. Опыт проведения государственных закупок

Процесс создания и управления ГЧП, если он должным образом организован, приводит к совершенствованию процедуры закупок в государственном секторе. Требования, предъявляемые к участникам закупок, необходимо

четко обозначить и проанализировать заранее. После принятия решения их нелегко изменить (по крайней мере, это вызовет затраты, которые придется на что-то списывать). Основная причина перерасхода государственных средств в строительстве давно известна — государственные органы не указывают четкие требования или меняют их в ходе строительства.

Более того, госорганы должны думать о стоимости оказания услуг, эксплуатации и содержании объекта в долгосрочной перспективе еще в начале переговоров, а не ограничиваться темой первоначальных капитальных затрат. Полученный в рамках ГЧП опыт «целостного мышления» полезен и в других видах деятельности государственного сектора. В идеале прозрачность, характерная для ГЧП, может распространяться и на проведение госзакупок.

Переход персонала из государственного сектора в частный осуществляется нередко, но, кажется, чаще всего — при реализации программы ГЧП.

Сотрудники государственных органов могут утратить опыт организации госзакупок, если будут заниматься только проектами, связанными с ГЧП. После заключения сделки группу, работающую над проектом, распускают (см. § 6.2). Частные компании, по-видимому, в состоянии сохранять группы для новых проектов. Их участники накапливают ценный опыт, и, таким образом, усиливаются различия между государственными и частными компаниями.

### § 2.10.3. Менеджмент

В ГЧП государственные органы выступают в качестве регулятора, занимаются планированием услуг и контролем условий соглашения, а не увязают в решении повседневных проблем оказания услуг. Отсутствие постоянного контроля над объектами общественной инфраструктуры ведет к неурядицам, ответственность за которые в конечном счете ложится на государство. Способность государственных органов организовывать оказание услуг зависит также от скорости принятия решений, о чем пойдет речь далее.

### § 2.10.4. Сравнение ГЧП и системы государственных закупок

Если в определенном секторе экономики существует небольшое количество предприятий ГЧП, то их сравнение по цене и качеству услуг с множеством объектов, которые находятся исключительно в государственной системе, еще нагляднее. Такое сопоставление приводит к улучшению госзакупок и оказания услуг. Однако в ряде стран, например в Норвегии, это сравнение проводят не столько из соображений бюджетной экономии, сколько для проверки их эффективности.

## § 2.11. Недостатки ГЧП

Использование ГЧП затрудняет и без того непростую задачу материально-технического обеспечения большого проекта. Увеличивается время поиска постав-

щиков, а значит, теряются преимущества, упомянутые выше. Расходы на проведение государственного конкурса возрастают, включая оплату юридических и финансовых советников, неактуальную при госзакупках. Затраты на организацию ГЧП достигают 5–10% от «твердых» капитальных затрат для сравнительно больших проектов. Они не сократятся пропорционально применительно к малым проектам (если только их нельзя увязать вместе). Большие проекты сложны сами по себе, а привлечение ГЧП еще усложняет их структуру.

Масштабы и сложность ГЧП неизбежно ослабляют их конкурентоспособность в области госзакупок, так как небольшие компании-подрядчики не располагают финансовыми ресурсами для управления рисками, возникающими в связи с соглашениями о ГЧП (см. § 14.6.2). Это еще один фактор с тенденцией роста расходов на строительство при реализации больших программ ГЧП.

## § 2.12. Гибкость

Отсутствие гибкости в течение сравнительно короткого этапа строительства — существенное преимущество, это не дает государственным органам шанса постоянно менять свои требования. Однако возникают долгосрочные проблемы, когда государственные органы берут на себя эксплуатацию объекта на протяжении 20–30 лет. Договоры о ГЧП именуются «незавершенными соглашениями», поскольку в них невозможно предусмотреть все случаи на будущее. Чем сложнее и длительнее соглашение, тем меньше у госорганов возможностей отказаться или передать свою ответственность в непредвиденных обстоятельствах. Например, им очень трудно предугадать запросы потребителей — потребительские характеристики некоторых типов объектов на протяжении долгого временного периода. Скажем, изменения численности населения могут сделать школу или больницу ненужными, или, наоборот, понадобятся дополнительные места. Точно так же изменения в технологиях требуют замены важной части объекта. Соглашение о ГЧП сложно пересмотреть, а его изменение или прекращение на середине срока действия вызовет новые расходы. Есть прямая связь между гибкостью и ЭРС, хотя ее нелегко оценить с точки зрения финансов, и об этом не стоит забывать при изучении затрат за весь жизненный цикл объекта.

Отсюда вывод, что долгосрочные проекты, например сооружение дорог или другой транспортной инфраструктуры, хорошо вписываются в рамки ГЧП. Хотя даже в этих случаях не исключены проблемы. Например, условие об отсутствии конкуренции в концессии на строительство платной дороги мешает госорганам вносить в нее улучшения (см. § 3.5). И наоборот, проекты, в которых государство не может ясно определить и придерживаться долгосрочных требований или в которых происходят быстрые технологические изменения, не подходят для организации ГЧП. Именно по этой причине в Великобритании отказались от использования ГЧП в сфере информационных технологий. (Другие проблемы были связаны с недостаточной передачей риска частному сектору, разницей в структуре затрат — низкие первоначальные затраты и высо-



кие постоянные издержки затрудняли финансирование и служили причиной частых провалов подобных проектов.) Проекты, связанные с социальной инфраструктурой, занимают промежуточное положение.

Однако не стоит забывать: когда государство строит объект, это также предполагает долгосрочные обязательства, хотя и скрытые в государственной отчетности. Если такой объект становится «мертвым активом» (то есть в нем отпадает необходимость), его все равно нельзя разрушить или куда-то переместить без значительных потерь. Поэтому можно утверждать: роль ГЧП состоит единственно в том, чтобы сделать данную проблему прозрачной. Особенно это относится к затратам на внесение значительных изменений в объект, когда на рынке уже есть эффективный монополист — поставщик товаров и услуг (см. § 15.2.2), и к дополнительным расходам в случае прекращения соглашения, если в объекте больше нет необходимости (см. § 15.6).

## § 2.13. ГЧП и политика

Поскольку ГЧП по своей природе связано со сферой коммунального хозяйства, оно неизбежно становится предметом яростных политических дебатов. Необходима сильная политическая воля государства, четкое и ясное заявление о намерениях, иначе политические ветры собьют программу ГЧП с курса, вынудив ее бороться за выживание. Несмотря на все отличия ГЧП (см. § 2.2), его все равно можно считать формой приватизации, и это повод для выступлений политических противников.

Распространенное мнение: «Частные прибыли за государственный счет». ГЧП дает частным инвесторам возможность получать прибыли от оказания услуг, которые государственный сектор оказывает с меньшими затратами. Но многие составляющие, такие как строительство объекта, в любом случае будут выполняться частными компаниями. Предельная добавочная прибыль, которую частные компании получают от инвестирования в проект ГЧП, по сравнению с прибылями от использования системы госзакупок не столь велика, чтобы подтвердить правоту этого аргумента. Если госсектор не располагает достаточным бюджетом для реализации проекта, то данное утверждение, как и сравнение расходов при организации закупок государственными и частными компаниями, основывается на ложной предпосылке, что существует выбор между ГЧП и проведением госзакупок.

Однако суждения, что частные инвесторы получают «непредвиденные» прибыли, например посредством высоких первоначальных норм прибыли от инвестиций (см. § 7.3.2), рефинансирования долга (см. § 16.2) или продаж части акций (см. § 16.5), ослабляют позиции программы ГЧП.

Другое расхожее мнение — низкие стандарты безопасности: частная компания, которая управляет объектом, будет пренебрегать безопасностью ради прибылей. Но ГЧП находится под пристальным наблюдением государственных органов, и стандарты безопасности четко прописываются в соглашении. Госорганы имеют больше возможностей контроля и соблюдения норм безопасности, чем приватизированная компания.

Также утверждают, что ГЧП ухудшает условия работы сотрудников государственного сектора в ситуациях, когда, например, уборка и снабжение осуществляются в рамках ГЧП. Это один из случаев, где ГЧП очень похоже на приватизацию — и там, и здесь госслужащие переходят в распоряжение частной компании. Государственные органы обязаны предотвращать несправедливое отношение к работникам со стороны частных инвесторов, например, когда прибыль обеспечивают уменьшением зарплаты и сокращением персонала. Часто неправильно понимают политическое значение ГЧП. При подготовке соглашения государство определяет требования к объекту (например, количество коек в больнице). Но противники могут заявить, что частные инвесторы уже сделали это. ГЧП может пострадать от своей прозрачности (см. § 2.10.1), когда затраты с учетом расходов на эксплуатацию объекта в долгосрочном периоде сравнивают только с первоначальными капитальными затратами при организации государственных закупок. Впрочем, подход государственных органов также бывает односторонним. Так, заявление о значительной экономии средств по сравнению с государственными закупками невозможно объективно доказать (см. § 5.3). ГЧП порой получает поддержку ради кратковременной политической выгоды.

Поэтому нелегко сохранить равновесие при обсуждении достоинств и недостатков государственно-частного партнерства — как видно из данной главы, все «за» и «против» в случае ГЧП не являются бесспорными и однозначными.

## Глава 3. Распространение ГЧП в странах мира

### § 3.1. Введение

Поскольку программы развития ГЧП существуют во многих странах, невозможно в рамках данной книги описать их деятельность по всему миру. Но в этой главе рассматриваются некоторые общие требования к их развитию (§ 3.2), ее законодательной базе (§ 3.3), а также дается обзор ГЧП в ряде стран:

- Великобритании (§ 3.4);
- Соединенных Штатах Америки (§ 3.5);
- Австралии (§ 3.6);
- Франции (§ 3.7);
- Южной Кореи (§ 3.8);
- Испании (§ 3.9);
- Южной Африке (§ 3.10).

Представление о международной деятельности ГЧП можно получить из статистических данных в табл. 3.1. Цифры не совпадают с другими, приведенными в данной главе и табл. 8.2, поскольку получены из разных источников (см. дискуссию в § 8.4, посвященную проблемам сбора сопоставимых статистических данных по этой теме).

### ГЧП в России: краткий исторический очерк<sup>1</sup>

Исторически инициатором ГЧП-проекта выступает государство, причем именно так повелось с глубокой древности: первоочередные нужды страны определялись властями, обретая при детальной разработке проектный вид, а частный капитал соглашался вкладывать в эти проекты собственные средства, приобретая в обмен на эти вложения различные права и привилегии («вольности») перед властями.

#### ГЧП в древности: «кормления» и «откупы»

Предшественников современных форм ГЧП насчитывается не так много. Основные два — *кормления* и *откупы*.

#### Кормления как натуральный налог «посаженым на землю» чиновникам

«Кормлением» назывался вид пожалования великих и удельных князей своим должностным лицам, по которому княжеская администрация содержалась за счет

<sup>1</sup> Материалы предоставлены АНО «НИИ корпоративного и проектного управления».

местного населения в течение периода службы. Первоначально кормление носило эпизодический характер. По нормам «Русской правды» Ярослава Мудрого, сборщики штрафа (виры), строители городов и некоторые другие категории получали с населения определенное натуральное довольствие.

В XII–XIV веках кормление сыграло значительную роль в формировании системы местного управления. Избранные для сбора дани или войска князьями бояре посылались в города и волости в качестве наместников. Если для такой службы боярина не находилось, вместо него ехал управленец более низкого, чем боярин, звания, — тиун.

Население обязывалось содержать их («кормить») в течение всего периода службы. Наместники, волостели и другие представители местной княжеской администрации получали «корм» обычно три раза в году — на Рождество, Пасху и Петров день.

При вступлении кормленщика в должность население платило ему «въезжий корм». Он давался натурой: хлебом, мясом и т. д.; для лошадей кормленщиков поставлялись овес, сено. Кроме того, кормленщики собирали в свою пользу различные пошлины: судебные, за клеймение («пятнание») и продажу лошадей, «полавочное» и другие. За счет этих сборов они жили и содержали свою челядь. Таким образом, княжеская казна освобождала себя от содержания региональных чиновников даже самого высшего уровня.

Наибольшего развития система кормлений достигла в XIV–XV веках.

Однако уже с XV века московские великие князья регламентировали доходы кормленщиков путем выдачи специальных «кормленных» и уставных грамот. В конце XV — начале XVI века произошел перевод натуральных кормов в денежные. В результате земской реформы 1555–1556 система кормлений была ликвидирована. Сборы на содержание кормленщиков преобразованы в особый налог в пользу казны («кормленный окуп»), установленный в определенном размере для различных категорий земель (дворянских, черных, дворцовых).

## **Откупы**

Откупы были введены в России в конце XV — начале XVI века. Особенно большое развитие получили таможенные, соляные, винные откупы.

Винные откупы были введены в XVI веке и наибольшее значение приобрели в XVIII–XIX веке. Доход казны от питейного налога составлял свыше 40% суммы всех налогов государственного бюджета. С 1767 года откупы введены повсеместно (кроме Сибири) с отдачей их с торгов на четыре года. Вино (то есть водку, которая называлась «хлебным вином») откупщики частью получали от казны, частью могли иметь свое. Кабаки велено было называть «питейными домами» и поставить на них государственные гербы. Служба откупщиков признана государственной. С учреждением казенных палат в 1775 году местное заведование питейным делом поручено им.

Вино поступало в казенные магазины, откуда оно отпускалось в питейные дома. Доход казны после издания устава 1781 года дошел до 10 млн рублей, но вскоре вследствие злоупотреблений откупщиков он стал понижаться. С 1799 года заготовление вина предоставлено было самим откупщикам, с правом хранить вино, где им угодно. Откупы отдавались уездами и губерниями; платя ежемесячно откупную сумму, откупщик пользовался всей выручкой от продажи питей и закусок; торги производились каждые четыре года. Вследствие злоупотреблений откупщиков и увеличения пьянства в 1805 году учрежден был комитет для изыскания мер к ограничению размножения кабаков при сохранении питейного дохода в прежней величине, составлявшего в то время около 12 млн рублей, что составляло 1/4 всего государственного дохода.

Вследствие неудобств и злоупотреблений откупной системы правительство по предложению министра финансов Гурьева пришло к мысли о введении системы

казенной продажи вина в виде переходной меры для замены откупной системы акцизно-ую. Казенная продажа вина введена была уставом 1817 года и существовала 10 лет. С 1827 года по настоянию графа Е. Ф. Канкринна правительство вновь перешло к откупной системе. Заготовку вина казна брала на себя.

В 1844 году правительству был представлен В. А. Кокоревым проект изменения откупной системы. Проект этот послужил основанием «положения об акцизно-откупном комиссионерстве» на 1847–1851 год, по которому каждый город с уездом составлял питейный откуп, так называемые акцизные статьи отдавались с торгов, причем взявший их делался и комиссионером продажи казенного вина.

В конце концов, вследствие непрекращающихся злоупотреблений правительство положило конец откупной системе, которая была отменена в 1861 году и заменена акцизами.

### **Концессии советского НЭПа**

После революции 1917 года основные усилия нового советского правительства были направлены на национализацию частного имущества, однако общий упадок в экономике и необходимость привлечения иностранного капитала и опыта вынудили правительство СССР начать новую экономическую политику — НЭП. В качестве оптимального инструмента для преодоления экономического кризиса был выбран курс на заключение концессионных соглашений.

В апреле 1921 года в речи «О концессиях и о развитии капитализма» В. И. Ленин заявил:

«Не опасно ли приглашать капиталистов, не значит ли это развивать капитализм? Да, это значит развивать капитализм, но это не опасно, ибо власть остается в руках рабочих и крестьян, а собственность помещиков и капиталистов не восстанавливается. Концессия есть своего рода арендный договор. Капиталист становится арендатором части государственной собственности, по договору, на определенный срок, но не становится собственником. Собственность остается за государством».

Перед Гаагской конференцией 1922 года первый народный комиссар внешней торговли СССР Л. Б. Красин предложил вернуть иностранцам, бывшим владельцам предприятий, до 90% национализированной собственности, но только в форме долгосрочных концессий. Многие иностранные концессионеры согласились, но идея встретила сильное сопротивление внутри страны.

В 1922–1927 гг. в страну поступило более 2000 концессионных предложений, из них было реализовано почти 10%. Сначала иностранных концессионеров допустили в обрабатывающую промышленность (24 концессии), потом в добывающую (14) и, наконец, в сельское хозяйство и торговлю (по 7 концессий).

Юридического определения термина «концессия» в советском праве не существовало, однако в нормативных актах слова «концессия» и «концессионный договор» употреблялись.

Под концессией в довоенном СССР понималось предоставление правительством или иным органом частному лицу право осуществлять деятельность, запрещенную для иных лиц (кроме правительства), либо права обладать имуществом, изъятым из оборота.

До принятия Гражданского кодекса РСФСР 1922 года понятие концессии употреблялось только в отношении привлечения иностранного капитала, но с 1 января 1923 года концессия включала в себя также и предоставление частному капиталу права владеть и пользоваться предприятием в размере большем, чем установлено законом, а также осуществлять деятельность с возможностью владеть имуществом, изъятым из гражданского оборота.

С правовой точки зрения советская концессия времен НЭПа представляла собой некоторый юридический курьез — отрасль разово оформленных хозяйственных прецедентов, лишенных малейших возможностей для мультиплицирования, то есть для распространения на другие экономические схемы по аналогии.

В каждом конкретном случае концессии правительством детально разрабатывалось соглашение с концессионером, индивидуально определяющее его права и обязанности. По общему правилу концессионер не вправе был уступать свои права по концессионному соглашению без согласия концедента.

Заключение концессионных соглашений, в соответствии с п. «З» ст. 1 Конституции СССР, относилось к компетенции верховных органов власти. В соответствии с п. «е» ст. 3 Положения о Совете народных комиссаров СССР СНК был уполномочен утверждать концессионные договоры, однако в соответствии со ст. 7 Постановления ВЦИК и СНК СССР от 12 апреля 1923 года «О порядке сдачи губернскими (областными) исполнительными комитетами концессий на коммунальные предприятия» концессионные договоры в отношении коммунальных объектов могли заключаться губернскими исполномами.

На общесоюзном уровне существовал единый орган по вопросам концессий — Главный концессионный комитет (Главгосконцесском), созданный в соответствии с постановлением СНК от 21 августа 1923 года «Об учреждении Главного Концессионного Комитета при Совете Народных Комиссаров СССР». Это был вспомогательный орган при Совнаркоме, которому, тем не менее, предоставлялись широкие полномочия по ряду вопросов, например согласование изменений к концессионному договору.

По мнению некоторых правоведов, правовая природа советской концессии может быть рассмотрена как акт публичной власти или прямое поручение концессионеру на выполнение определенных государственных заданий. Другие исследователи полагают, что концессионный договор времен НЭПа носил смешанный характер, соединяя в себе как публично-правовые, так и частно-правовые начала. Третьи считают, что советские концессии представляли собой договор — разновидность договора аренды.

В довоенный период СССР стал мировым лидером по количеству заключенных концессий — с 1921 по 1929 г. было создано около 2200 концессий с участием иностранного капитала. Обширная концессионная программа была свернута в 1937 году по политическим мотивам.

## Россия сегодня

Законодательное оформление концессии в России еще заметно отстает от опыта, накопленного развитыми странами. В нашей стране уже с 1990-х годов действуют ГЧП-проекты в сфере водоснабжения и очистки сточных вод, однако до последнего времени такие проекты юридически оформлены не были, регулируясь актами местного значения.

В соответствии с Федеральным законом «О концессионных соглашениях», принятом в 2005 году, по концессионному соглашению одна сторона (концессионер) обязуется за свой счет создать и (или) реконструировать определенное этим соглашением недвижимое имущество, право собственности на которое принадлежит или будет принадлежать другой стороне (концеденту), и осуществлять деятельность с использованием объекта концессионного соглашения. В свою очередь, концедент обязуется предоставить концессионеру права владения и пользования объектом соглашения на срок, установленный этим соглашением.

Концедентом выступает Российская Федерация, либо субъект федерации, либо муниципальное образование. Концессионер — индивидуальный предприниматель либо юридическое лицо, — вкладывая средства в проект по концессионному договору, получает объект договора в управление и большую часть прибыли. Государство,

со своей стороны, может принимать на себя часть расходов и гарантировать сохранность вложенного капитала.

На сегодня в отечественном законодательстве из пяти типов ГЧП-соглашений закреплены лишь три формы — ВОТ, ВТО, ВОО, а закон «О концессионных соглашениях» предусматривает только первый тип — ВОТ («Строительство — управление — передача»). Фактически используется второй тип — ВТО («Строительство — передача — управление»). Однако не все соглашения между государством и бизнесом, фактически являющиеся концессионными, регулируются настоящим законом. Например, частный случай концессионного соглашения — Контракт Жизненного Цикла (КЖЦ).

Впервые понятие ГЧП в российском законодательстве появилось в 2006 году в Законе Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах». К 2014 году подобные законы приняты в 69 субъектах РФ.

Помимо региональных законодательных актов сферу ГЧП регламентируют Федеральный закон «О концессионных соглашениях» и Федеральный закон 2013 года «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд». В какой-то степени регулирует ГЧП и Федеральный закон РФ 2005 года «Об особых экономических зонах в РФ», предоставляющий бизнесу льготы на определенной территории.

Тем не менее, и это общее мнение власти и бизнеса, российская законодательная база, регулирующая реализацию ГЧП-проектов, изобилует «белыми пятнами», предусматривает далеко не все возможные виды взаимодействия. Тем не менее ГЧП в России работает и без проработанной законодательной базы: на начало 2013 года в России было запущено и реализовано порядка трехсот таких проектов.

Федеральный закон о ГЧП в России обсуждается еще с середины 2000-х годов, но первая его редакция была подготовлена только к июню 2012 года. Вторая версия закона появилась в октябре того же года. А 13 марта 2013 года Правительство внесло в Госдуму уже третий вариант законопроекта «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации». В предыдущих редакциях из сферы применения закона были исключены объекты ЖКХ и оборонного значения. Сейчас таких ограничений не будет. Из нововведений также отмечается введение единого конкурса на весь проект ГЧП (вместо отдельных на каждый вид работ), а также, наоборот, отмена конкурса на передачу земельных участков, необходимых для строительства объекта ГЧП.

26 апреля 2013 года Госдума приняла в первом чтении законопроект «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации». Но Россия уже заключила целый ряд международных договоров, которыми предусмотрены принципы ГЧП, а в соответствии с положениями пункта 4 статьи 15 Конституции РФ такие положения имеют приоритет над российскими законами.

Не меньшее значение, чем развитая законодательная база, имеет для развития ГЧП наличие механизмов долгосрочного финансирования. Сегодня российский бизнес пока не готов массово участвовать в длительных по времени и емких по капиталовложениям проектах, поэтому большинство сегодняшних крупных ГЧП-проектов реализуется в режиме «ручного управления».

### **Российские ГЧП-драйверы**

В 2007 году на базе Внешэкономбанка СССР был создан Банк развития. Основной закон, регламентирующий деятельность этого учреждения, прямо закрепляет за ним функции участника рынка ГЧП. Дирекция ГЧП Внешэкономбанка является структурным подразделением Банка развития.

По аналогии с зарубежными центрами для становления и развития рынка ГЧП в России был учрежден Центр развития государственно-частного партнерства, издающий электронный журнал «Государственно-частное партнерство в России» и учредивший первый ГЧП-институт, активно участвующий в законодательной и иной деятельности по становлению и совершенствованию государственно-частного партнерства в России.

С 1 января 2014 года информация о проведении открытых конкурсов на право заключения концессионных соглашений подлежит размещению на официальном сайте Российской Федерации в Интернете для размещения информации о проведении торгов — [www.torgi.gov.ru](http://www.torgi.gov.ru)

Региональные власти в России также принимают свои собственные программы развития ГЧП.

### **Санкт-Петербург — российский лидер развития ГЧП**

По оценке Всемирного банка, в Санкт-Петербурге в настоящий момент осуществляется одна из самых масштабных в мире программ по реализации проектов с использованием схем государственно-частного партнерства. Город разработал собственную законодательную базу, позволяющую инвесторам максимально эффективно взаимодействовать с региональными властями.

В 2006 году был принят Закон Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах». В дополнение к нему в марте 2009 года было выпущено Постановление Правительства Санкт-Петербурга «О мерах по развитию государственно-частных партнерств в Санкт-Петербурге». В рамках административной реформы был создан административный регламент Комитета по инвестициям и стратегическим проектам. В том же году было издано Распоряжение Комитета по инвестициям и стратегическим проектам Правительства Санкт-Петербурга «Об утверждении административного регламента Комитета по инвестициям и стратегическим проектам по исполнению государственной функции по проведению экспертизы материалов, необходимой для определения наличия оснований для принятия решения о реализации инвестиционного проекта путем участия Санкт-Петербурга в государственно-частном партнерстве».

Также было разработано Постановление Правительства Санкт-Петербурга «О мерах по реализации Закона Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах»».

На основе Закона Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах» осуществляются два крупных проекта: развитие аэропорта «Пулково» и строительство завода по переработке твердых бытовых отходов в п. Янино. Также ведется предварительная подготовка проектов ГЧП в сфере жилищно-коммунального хозяйства (водо- и теплоснабжение, электросбережение и т. п.), развития транспортной инфраструктуры и в социальной сфере (строительство социально значимых объектов — школ, больниц и др.).

### **Московская ГЧП-практика**

Москва сейчас находится на 13-м месте в рейтинге регионов «ГЧП-старт», несмотря на то что, в отличие от большинства других субъектов РФ, в городе своего закона о ГЧП нет. По словам мэра столицы Сергея Собянина, в будущем его принятие и не планируется, так как существующей нормативно-правовой базы достаточно для работы.

По схеме ГЧП было построено метро «Мякинино», а в настоящее время реализуется строительство скоростной автомагистрали «Москва — Санкт-Петербург», реконструкция других федеральных трасс, расходящихся от столицы.



Знаковым проектом ГЧП в Москве также станет дорога «Солнцево — Бутово — Видное» на присоединенных летом 2012 года территориях. В его реализации будет участвовать девелопер MD Group. Совместно с частными инвесторами планируется построить и северный дублер Кутузовского проспекта, а также реконструировать 63 городские больницы.

Ранее в Москве был реализован еще один крупный проект ГЧП в сфере здравоохранения. Сделка сети клиник «Медси», подконтрольной АФК «Система», с правительством Москвы. В 2012 году в обмен на 25% акций объединенной компании правительство Москвы передало «Медси» пять поликлиник, три стационара и три санатория. К участию в сделке был приглашен также американский инвестиционный фонд Arah Partners, специализирующийся на медицинских активах, и РФПИ, которые совместными усилиями вложат порядка 6 миллиардов долларов в развитие сети. Доли участников распределяются следующим образом: половину получит АФК «Система», четверть — правительство Москвы, по одной восьмой — Arah Partners и РФПИ.

Еще один пример сотрудничества московских властей и бизнеса в области медицины — программа открытия на первых этажах зданий, принадлежащих городу, частных медицинских клиник.

## **В заключение**

На каждом этапе развития национальной и общемировой экономики концессии и другие формы ГЧП совершенствуются в соответствии с потенциальными возможностями обеих сторон — государства и бизнеса.

Развитие законодательства и практики представляет собой процесс взаимозависимый. С одной стороны, создание прецедентов (оригинальных проектов, осуществленных в стране впервые) подталкивает законодателей к закреплению новых форм сотрудничества должностных и частных лиц при реализации того или иного проекта. С другой стороны, адаптация правового опыта развитых стран дает предпринимателям возможность применять и развивать лучшие западные и восточные ГЧП-практики с учетом российской специфики.

## **Литература**

1. *Бернштейн И., Ландау Б., Машневич В.* Правовые условия концессионной деятельности в СССР. Систематизированные материалы с комментариями. М., 1930. С. 19.
2. *Ленин В. И.* Полн. собр. соч. Т. 45. С. 374.
3. *Воронов В.* Концессии на Руси. Хорошо забытое прошлое // Строительство и городское хозяйство в Санкт-Петербурге и Ленинградской области. 2008. № 105.
4. Концессии в жилищном строительстве, коммунальном и транспортном хозяйстве России и СССР: документы и материалы. Серия «Отечественный опыт концессий». Т. IV / под ред. проф. М. М. Загорулько ; сост. Р. Т. Акчурина, В. В. Булатов, А. П. Вихрян, О. В. Иншаков, Ю. И. Сизов, Т. В. Царевская-Дякина. Волгоград, 2006. С. 62.
5. *Попов А.* Ненужные концессии // Финансы. 2006. № 21 (158).
6. «Русская Википедия»: статьи «Государственно-частное партнерство», «Кормление», «Откуп».



### § 3.2. Развитие программ ГЧП

Программы ГЧП создаются в разных странах по очень схожему сценарию.

**Табл. 3.1.** Программы ГЧП по всему миру

	2003		2004		2005	
	Количество ГЧП	Стоимость	Количество ГЧП	Стоимость	Количество ГЧП	Стоимость
Великобритания	59	14 694	86	13 419	62	10 726
Испания	8	3275	7	2778	10	7092
Италия	3	714	2	1269	8	4504
Соединенные Штаты	2	927	3	2202	5	3304
Южная Корея	3	3010	9	9745	4	3179
Канада	Нет данных	Нет данных	3	746	5	3157
Австралия	4	611	9	4648	9	2221
Франция	0	0	0	0	3	1208
Япония	5	274	15	1473	11	675
Португалия	Нет данных	Нет данных	2	1575	3	481
Венгрия	1	251	2	1521	Нет данных	Нет данных

*Источник:* Dealogic (стоимость указана в миллионах долларов США).

Они обычно начинаются с организации концессий на строительство платных дорог (мостов или тоннелей), используя при этом знакомую в целом идею. Даже если она нова для данной страны, финансирование проектов за счет собственных средств (по крайней мере, не из государственного бюджета) делает ее очень привлекательной. Но объемы строительства платных дорог имеют свой предел, и во многих странах уже перешли или переходят к следующей ступени — подключают PFI для проектов социальной инфраструктуры. Программы ГЧП, таким образом, становятся разнообразнее и требуют более четкого контроля и управления, например при помощи государственных структур, занимающихся ГЧП, соответствующих законов и стандартных форм соглашений, о чем речь пойдет далее.

Для успешного выполнения программы ГЧП необходимы следующие условия:

- политическая воля (см. § 2.13);
- подходящая нормативно-правовая база (см. § 3.3);
- объекты со значительными первоначальными капиталовложениями и наличием долгосрочных требований к обслуживанию на протяжении всего жизненного цикла (см. § 2.8);
- сходные по размеру проекты для сравнения расходов с затратами на организацию государственных закупок (см. § 7.4);

- объекты с четко установленными требованиями к оказанию услуг и долгосрочной перспективой использования при отсутствии гибкости соглашения о ГЧП (см. § 2.12);
- непрерывная и гарантированная череда проектов, которая привлечет интерес частных компаний к созданию необходимых технологических, инвестиционных и финансовых возможностей (см. § 9.3.1);
- наличие соответствующих институциональных возможностей для управления программой ГЧП в целом и отдельными проектами в частности.

Что касается последнего пункта, то важнейшая составляющая программы ГЧП — создание специализированной государственной структуры по вопросам ГЧП. Как правило, ее выстраивают в рамках государственного казначейства или министерства финансов. Эта структура станет отвечать за экспертизу и техническую поддержку министерств и других госслужб, занятых развитием ГЧП. Поскольку организация ГЧП требует куда больше умений, чем госзакупки, а этих умений обычно недостает в госсекторе, то полезно создать координирующий центр. Необходимо привлечь специалистов из разных областей (финансы, право, инженерия, планирование, политика и т. д.), желательных имеющих опыт работы в государственном и частном секторе. Функции этой структуры могут быть следующими:

- создание нормативно-правовой базы (§ 3.3);
- публикация нормативной и технической документации;
- подготовка специалистов;
- реализация первоначальных пилотных проектов для тестирования форм ГЧП;
- консультирование по техническим вопросам и техническая поддержка определенных проектов;
- проведение семинаров по оценке ожидаемых и фактических результатов проектов;
- обеспечение единообразия в стратегическом планировании и политике государственного сектора в целом;
- координация программы ГЧП и тем самым исключение «столпотворения» — слишком большого количества проектов одновременно;
- координация «покупательной способности» для заключения соглашений на самых выгодных условиях.

Важно, чтобы структура имела все полномочия для проведения политики, соединяющей разные части госсектора, и прямую связь с высшими государственными служащими.

В общем, данная структура должна дополнять, а не заменять привлекаемых госорганами консультантов со стороны (см. § 6.7). Хотя существуют и другие варианты. Национальное агентство финансового развития в Ирландии было создано в 2003 году (помимо структуры, занимающейся делами ГЧП, которая решает перечисленные выше задачи). Одна из особых функций агентства — роль финансового советника государственных органов (хотя часть работы выполняют и консультанты со стороны). Это объясняется необходимостью

сосредоточения и сохранения функций консультанта в государственном секторе экономики.

### § 3.3. Законодательная база

Организация концессии всегда требует специального закона о реализации проекта или нормативно-правовой базы, касающейся концессий в целом, которая позволила бы частной компании назначать цены и плату за предоставление услуг государственным сектором. В ряде стран, особенно там, где применяется общее право (то есть правовая система произошла от английского общего права), PFI считается формой государственных закупок, для которой не обязательно устанавливать особые правовые нормы. В других странах, прежде всего в тех, где применяется гражданское право (то есть правовая система произошла от Гражданского кодекса Франции), могут потребоваться особые законы для создания нормативной базы, как в случае с законами о концессии. (В странах, где применяется гражданское право, зачастую существует особая правовая база и судебная система для отправления гражданского правосудия, к ведению которого относится и ГЧП.) Поэтому французам пришлось, к примеру, принять специальный закон о ГЧП, чтобы преодолеть препятствия правового характера, касающиеся PFI, такие как:

- требование отдельно проводить тендеры по строительству, долгосрочной эксплуатации и содержанию объекта, а не объединять их в рамках ГЧП;
- запрет на отсрочку платежей за общественные работы (на том основании, что это способно создать в будущем нагрузку на бюджет, который по закону принимается ежегодно и не может быть определен заранее);
- ограничения на передачу управления общественной инфраструктурой частным лицам;
- требования относительно страхования займов (см. § 12.3).

За последние годы несколько стран приняли либо основательно пересмотрели законы, касающиеся ГЧП (в первую очередь относящиеся к PFI). Среди них Италия в 2002 году, Бельгия (Фландрия), Португалия и Испания в 2003 году, Бразилия (на федеральном уровне и на уровне штатов) и Франция в 2004 году, Греция, Южная Корея, Польша и Россия в 2005 году. Несколько американских штатов также приняли либо пересмотрели законодательство по концессиям на строительство магистральных дорог. Налицо явное усовершенствование нормативно-правовой базы, относящейся к концессиям и PFI. Это дает правительству возможность:

- подтвердить свои политические заявления четко разработанным законодательством;
- определить роль органов власти, включая контроль и одобрение отдельных проектов ГЧП;
- ясно прописать процедуру проведения конкурсов;
- создать основу, благодаря которой государственные органы смогут обезопасить проект от рисков, гарантировать получение дохода;

- создать процедуру, по которой государственные органы смогут вносить изменения в требования к проекту и компенсировать проектной компании связанные с этим дополнительные затраты;
- ясно обозначить права инвесторов при досрочном расторжении соглашения независимо от причин: отказ проектной компании от исполнения обязательств или желание государственных органов вернуть себе контроль над объектом (см. § 15.5–15.8);
- дать кредиторам возможность заниматься безопасностью соглашения о ГЧП (что в противном случае невозможно по закону), а также право вмешательства (см. § 15.4.2);
- если это необходимо, создать стимулы для инвестиций, такие как специальные налоговые льготы и т. д.

С другой стороны, использование соглашений в странах, где действует общее право, позволяет более гибко вносить изменения в программу ГЧП с учетом опыта. А поскольку различные аспекты соглашений являются общими для всех проектов, многого также можно достичь путем стандартизации положений, которые относятся к:

- требованиям о завершении объекта в оговоренной комплектации к определенному сроку (см. § 13.3.4);
- способности государственных органов следить за процессом проектирования и строительства (см. § 6.6.1, 6.6.3);
- обязательствам государственных органов в отношении строительства (см. § 15.2.4);
- положениям, позволяющим государственным органам изменять содержание требований к проекту (см. § 15.2.3);
- ограничениям на изменение собственника проектной компании (ср. § 7.2.3) или условий заемного финансирования (см. § 16.4.3);
- страхованию и использованию страховых премий для восстановления объекта (см. § 12.4);
- возможности государственных органов вмешиваться в работу и брать управление объектом на себя в экстренных случаях (см. § 15.4.1);
- долгосрочным обязательствам по содержанию объекта, включая его возврат государству по завершении срока действия соглашения о ГЧП (см. § 15.11);
- досрочному прекращению соглашения, включая выплату компенсации проектной компании (см. § 15.5–15.10).

Поэтому конечный результат стандартизации соглашений может быть идентичен достигнутому с помощью нормативно-правовой базы. К тому же стандартные условия привлекают партнеров из частного сектора, они ясны и определены для поставщиков и заемщиков.

Некоторые аспекты специфичны для каждого типа договоров, например о концессии или PFI. В последнем случае это определяется природой переноса риска и сектором, в котором действует проектная компания: требования к строительству дороги сильно отличаются от тех, что предъявляют к строительству школы. Поэтому можно создать более конкретные законы или стандартную

форму для таких специфических пунктов, как механизм платы за услуги, включая требования к оказанию услуг (см. главу 13). Впрочем, если в планах множество проектов, то полезнее составить стандартные формы соглашений о ГЧП с учетом этих вопросов.

## § 3.4. Великобритания

Мы уже затронули теоретические предпосылки появления PFI в Великобритании (см. § 2.2). Сейчас рассмотрим историю, развитие и некоторые текущие политические проблемы.

### § 3.4.1. История

В 1980-е годы государственная политика в Великобритании не поощряла привлечение частного капитала для финансирования общественной инфраструктуры на том основании, что это ослабит ограничения государственного бюджета, которые правительство желало сохранить неизменными. До 1981 года частное финансирование в основном регулировалось «Правилами Рури» (названными так в честь главы казначейства). Первоначально они распространялись на государственные компании, но в 1988 году их пересмотрели, чтобы применить к другим случаям инвестирования в государственном секторе. «Правила Рури» регламентировали: частное финансирование используется только для замещения государственных расходов, но не в качестве дополнения к ним. Также были необходимы доказательства дополнительных преимуществ привлечения частного финансирования, оправдывающие его более высокую стоимость. Но со временем стало очевидным, что эти установления следует смягчить, поскольку ограничения препятствовали жизненно важным инвестициям в общественную инфраструктуру.

В 1989 году из «Правил Рури» исключили пункт о замещении, и в 1992 году начала работать программа «Частная финансовая инициатива» (PFI). Цель PFI — привлечение частного финансирования в общественную инфраструктуру, что уже и происходило на протяжении нескольких предшествующих лет.

В первую очередь речь о строительстве туннеля под Ла-Маншем (соглашение подписано в 1987 году), Дартфордского моста через Темзу (1987) и второго моста через Северн, соединяющего Англию и Уэльс (1990). Это были концессии. Первоначально цель PFI состояла в воплощении похожих проектов «самофинансирования», но потом они получили дальнейшее развитие. В 1993 году создали комиссию по частному финансированию с целью стимулирования частных инвестиций в государственном секторе, поиска новых способов и решений. Уже в 1994 году все государственные органы — участники проектов были обязаны изучить возможность привлечения частных вложений в капитальное строительство («всеобщая проверка»). Главные государственные департаменты — транспортный, здравоохранения и образования — организовали управления по частному финансированию (PFU)<sup>1</sup> для координации, специальной экспер-

<sup>1</sup> Private Finance Units (англ.).

тизы и развития проектов. Дополнительные транспортные проекты, первые проекты в области общественной инфраструктуры использовали новую схему PFI, по которой оплата осуществляется государственными органами, а не конечными пользователями (см. § 1.4.5).

Смена правительства в 1997 году привела к реструктуризации программы PFI и ускоренному ее развитию. (Это утверждение можно толковать по-разному. Тогда правительство использовало термин ГЧП не только в отношении проектов PFI, но и касательно привлечения частных собственников к участию в государственных предприятиях, то есть приватизации. А также по отношению к так называемой Wider Markets Initiative — еще одной форме привлечения специалистов и финансов из частного сектора для увеличения прибыльности государственных активов, использовавшихся не в полной мере. Некоторые проекты ГЧП, согласно определению, данному в этой книге, нельзя отнести к программе PFI. Об этом — позже.)

В 1997 году Казначейство (министерство финансов) приняло на себя управление программой PFI. Для внедрения подробно разработанных процедур и рекомендаций, а также для работы над несколькими особыми «поисковыми» проектами при Казначействе была создана рабочая группа, состоящая из госчиновников и специалистов частных компаний и действующая при поддержке банков и юридических фирм.

Рабочая группа опубликовала «Инструкции» по бухгалтерскому учету (см. § 5.5), методике сравнения государственных предприятий (компаратор государственного сектора) (см. § 5.3) и назначению консультантов (см. § 6.7).

Самый важный документ рабочей группы — «Стандартизация соглашений о PFI». Это — первое программное и одновременно подробное изложение требований к соглашениям о ГЧП, в некоторых аспектах касающееся и концессий. Документ дважды пересматривался, последний раз в 2004 году, к нему сделали ряд дополнений. (Более подробная информация — в списке литературы в конце книги.) В нем нашла отражение хозяйственная практика, итоги переговоров с частными структурами, представляющими инвесторов, банки и подрядчиков. Из первоначального полного руководства, иллюстрированного стандартными статьями договора, документ превратился в узко специализированное соглашение о ГЧП, которому в целом обязан следовать государственный сектор. (Хотя отдельные государственные учреждения создали собственные, специализированные варианты документа.) Впоследствии в некоторых странах он стал основой стандартного соглашения о ГЧП, то есть оказался полезным при реализации многих проектов ГЧП в рамках программы PFI. Однако документ чрезвычайно усложнился (например, раздел о страховании с 12 страниц в 1999 году вырос до 47 страниц в 2005 году). Его критиковали за отягощение техническими подробностями. Несмотря на стандартизацию, поиск исполнителя проекта длится дольше — по сравнению с рядом стран, где действуют программы ГЧП. (Здесь надо отметить, что процесс планирования в Великобритании длителен сам по себе, то есть эта проблема не является типичной именно для ГЧП.)

Первоначально предполагалось, что рабочая группа будет функционировать два года. Однако со временем стали очевидны преимущества постоянного «цен-

тра экспертизы» для государственного сектора. Поэтому в 2000 году обязанности группы отошли к отдельной компании — Partnerships UK plc (PUK). Компания существует в форме ГЧП, созданного с участием частного (51%) и государственного (49%) капитала. Она оказывает техническую поддержку казначейству и специализированную помощь государственным органам, а также действует в проектах, не связанных с PFI, таких как Wider Markets Initiative. PUK осуществляет сугубо «институциональную поддержку» государственному сектору и не является конкурентом консультантов, привлекаемых из частного сектора (см. § 6.7). Структуры, ведающие частным финансированием, в рамках отдельных государственных учреждений также продолжают играть важную роль. Это еще один (полностью принадлежащий государству) центр экспертизы, который оказывает поддержку ГЧП, создаваемым на уровне органов местного самоуправления.

PUK принял от рабочей группы функцию технической поддержки PFI, а ответственность за политику в области PFI перешла к новому управлению государственной торговли в структуре казначейства. Это сделано на том основании, что PFI — еще один метод проведения государственных закупок, которые полностью перешли в ведение управления. Впрочем, было ясно, что политическая подоплека PFI не позволяла управлению заниматься вопросами ГЧП, и в 2003 году ответственность за проведение политики в этой области вернулась к PUK. В итоге возникла несколько запутанная структура. Рабочая группа по стандартизации ведала политическими вопросами, но иногда занималась и техническими (или частично касающимися политики), не прибегая к помощи управления.

Идея центра экспертизы в целом нашла применение во всем мире. Но центром становилась государственная организация, а не частично приватизированная, как в Великобритании. Выдвигались предположения, что в PUK наличествует конфликт интересов, поскольку у него есть частные акционеры, а оно должно действовать в интересах государства. Один из аргументов в пользу отделения от государственных структур и частичной приватизации центра экспертизы — наем специалистов, имеющих опыт работы в частном секторе. Государственные служащие малосведущи в вопросах инвестирования и финансирования, и проводимая ими экспертиза будет неполной. Временное привлечение специалистов из частного сектора — обычный способ решения проблемы, но это не заменяет штатных специалистов в организации.

### § 3.4.2. Развитие программы PFI

В табл. 3.2 вкратце перечислены проекты PFI, начиная с 1987 года. Британское правительство не включило в этот список туннель под Ла-Маншем. Отдельно помещены проекты со стоимостью капитала более 100 миллионов. Всего подписано соглашений о начале 725 проектов с общим капиталом 47,5 миллиарда фунтов стерлингов. К середине 2006 года около 500 из них еще действовали. Программа PFI, таким образом, отличается своими масштабами. Хотя некоторые очень крупные проекты скорее искажают картину, в особенности те, что относятся к Лондонскому метро (см. комментарий к табл. 3.2), но примечательно также и значительное число более мелких проектов.



В табл. 3.3 приведены те же данные, но с разбивкой по отраслям. Программа PFI начиналась с транспортных проектов. Они и сейчас не потеряли своего значения, но теперь появились проекты, связанные с обороной страны, новые направления в области социальной инфраструктуры — строительство больниц, образовательных учреждений. И их большинство. Школьные проекты реализуются на «коллективной» основе, включая строительство или восстановление нескольких школ для одного и того же государственного заказчика. А это означает, что количество отдельных школьных проектов намного превышает общее число, равное 144. Яркая характеристика программы PFI — множество сравнительно небольших по размеру отдельных проектов. В таких странах, как Испания и Южная Корея, в среднем проекты больше по масштабу, а количество их меньше.

**Табл. 3.2.** Проекты PFI в 1987–2005 годах

Год подписания	Количество	Стоимость (млн фунтов стерлингов)	Среди них: стоимостью более 100 млн фунтов стерлингов
1987	1	180	Дартфордский мост (180) Прим.: без туннеля под Ла-Маншем (4900, но в итоге эта цифра удвоится)
1988			
1989			
1990	2	336	Второй мост через Северн (331)
1991	2	6	
1992	5	519	Платная дорога М6 (485) Прим.: строительство началось только в 2002 году
1993	1	2	
1994	2	11	
1995	11	667	Подвижной состав на Северной линии Лондонского метро (409)
1996	38	1699	Метро в Бирмингеме (145) А1 (М) дорога (128); перемычка А1 — М1 (214); участок Доклендского легкого метро до Луишема (202) Кройдон трэмлинк (трамвайная система) (205); дорожная служба Северной Ирландии (139). Прим.: в список не включена железнодорожная линия к туннелю под Ла-Маншем (5200)
1997	59	2474	Манчестер Метролинк (трамвайная система) (160); Королевский госпиталь-колледж (142); центр подготовки пилотов Министерства обороны (114); Управление по найму военнослужащих (264)

Продолжение табл. 3.2

Год подписания	Количество	Стоимость (млн фунтов стерлингов)	Среди них: стоимостью более 100 млн фунтов стерлингов
1998	86	2769	Электроснабжение Лондонского метро (134) и билетных терминалов (160); больницы в Норвиче (158), Бромли (188), Ланаркшире (100) и Эдинбурге (180); ИТ-департамент Министерства труда (217); Управление по налогам и сборам (164); Центр подготовки пилотов штурмовых вертолетов (165); дорога А55 (100)
1999	87	2538	Система сбора и удаления отходов в Гилдфорде (103); радиосеть Лондонского метро (468); больницы в Суиндоне (100) и Сауз Тисе (122); канализационная система в Олмонд-Вэлли (100)
2000	105	3898	Дорога А13 к шлюзам на Темзе (411); монорельс в Ноттингеме (172); Университетский госпиталь-колледж (422); школы в Глазго (225); ШПС (штаб правительственной связи) (330); главное здание Министерства обороны (345); здание казначейства (141)
2001	86	2237	Больница в Дадли (137); филиалы Управления по налогам и сборам, таможенным пошлинам и акцизам (220)
2002	71	7733	Утилизация мусора в Восточном Лондоне (102); линии Лондонского метро: Юбилейная, Северная и Пикадилли (5484); больница в Ковентри (379); управления МВД (197); Министерство военно-морских перевозок (175)
2003	57	14 873	Информационные технологии в Министерстве по пошлинам и акцизам (156); утилизация мусора в Восточном Эссексе (145); линии Лондонского метро: Бейкерлоо, Центральная и Виктория (4597) и линии метро, прилегающие к поверхности (6180); дорога А1, соединяющая Даррингтон и Дишфорт (245); участок Доклендского легкого метро до Лондонского аэропорта (165); больницы в Блэкберне (104), Южном Дербишире (312) и Оксфорде (134); начальные школы в Северной Ирландии (104); водопровод и канализация для Министерства обороны (154); строительство спутников для Skynet (1079)
2004	74	4021	Водопровод и канализация для Министерства обороны — второй этап (174); ремонт и содержание шоссе к Портсмуту (121); больницы в Баркинге (238), Лидсе (265) и Манчестере (512); военный городок в Колчестере (533)

Окончание табл. 3.2

Год подписания	Количество	Стоимость (млн фунтов стерлингов)	Среди них: стоимостью более 100 млн фунтов стерлингов
2005	51	3567	Телекоммуникационные системы национальных дорог Великобритании (237); участок Доклендского легкого метро до Вулича (177); школы в Ноттингеме (131), Нортхэмптоне (192), Северном Ланаркшире (138), Ренфрушире (110); больницы в Ньюкасле (238), Ноттингемшире (236) и Портсмуте (193); онкологический центр в Оксфорд Рэдклиф госпитал (123); бюджетное жилье в Лидсе (113); БТР для Министерства обороны (114)
<b>Всего</b>	<b>725</b>	<b>47 561</b>	

*Примечание.* Стоимость проектов по строительству и реконструкции Лондонского метро включает долгосрочные инвестиции, большая часть которых не индексируется (их стоимость будет зафиксирована независимым арбитром) или консолидирована. Например, проект 2002 года, капитальная стоимость которого составляет 5,5 миллиарда, но величина заимствований — всего 2 миллиарда. Поэтому приведенные здесь данные на самом деле не стоит сравнивать с другими из табл. 3.1, и они несколько искажают общую картину.

*Источник:* HM Treasury — *PFI Signed Projects List*.

Табл. 3.3. Проекты PFI по правительственным учреждениям в 1987–2005 годах

Наименование правительственных учреждений	Количество	Капитальная стоимость (млн фунтов стерлингов)	
		Итого	Средняя
Министерство транспорта	51	21 956	431
Министерство здравоохранения	149	6572	44
Министерство обороны	55	4570	83
Министерство образования	144	4112	29
Правительство Шотландии (местные органы власти)*	91	2745	30
Министерство труда и пенсионного обеспечения	11	1341	122
Прочие (стоимостью менее 1 млн фунтов на министерство)	243	6355	26
<b>Всего</b>	<b>747</b>	<b>47 561</b>	<b>64</b>

\* В основном для реализации проектов в сфере образования, здравоохранения и транспорта.

*Источник:* см. табл. 3.2.

Основная масса проектов PFI фактически реализуется местными властями (муниципальными, графствами и т. д.), но большая часть платы за услуги лежит на центральном правительстве. Такое финансирование получило наименование: «Кредиты для PFI». Оно, как правило, покрывает главные капитальные затраты в общей сумме платы за услуги, а местным властям остается оплачи-

вать операционные расходы из своих обычных доходов (на том основании, что им все равно придется оплачивать эти расходы, даже если не будет новых объектов). Поэтому центральное правительство берет под контроль программу PFI, проекты в табл. 3.3 относятся к управлению, которое находится в ведении центрального правительства. Такой высокий уровень централизации отличает данную программу от программ ГЧП в некоторых других странах. Вероятно, он стал важным фактором в быстром росте PFI в социальной инфраструктуре.

Однако вызывает недоумение, что ГЧП, организованные местными органами самоуправления не столько за счет кредитов для PFI, сколько за счет их собственных обычных доходов, как, например, в области переработки отходов, не рассматриваются в качестве проектов PFI и, следовательно, не отражаются в этих данных. С точки зрения отчетности эти проекты не подчиняются казначейству напрямую, как проекты PFI, и в этом их недостаток, так как они не получают экспертную помощь от центрального правительства.

Другая характерная черта британской программы PFI в том, что первые проекты реализовывались в форме концессии, а теперь она совсем не применяется. И даже в этих случаях не происходил перенос риска использования, то есть фактически все соглашения о ГЧП построены на основе «готовности объекта к эксплуатации». Этим Великобритания отличается от большинства других стран; в них концессии играют заметную роль в ГЧП, часто — главную. Отчасти это следствие трудностей строительства новых платных дорог: в стране мало места. А частично — результат более широкого применения ГЧП в сфере общественной инфраструктуры, где трудно привязать оплату к оказанным услугам.

Поскольку многие коммунальные службы сейчас подпадают под действие PFI, Казначейство Великобритании, принимая во внимание опыт, ограничило их использование в некоторых случаях. ГЧП для создания объектов с капитальными затратами менее 20 миллионов и IT-проектов (см. § 2.12) теперь не поощряется. Так же как и включение в соглашение о ГЧП пункта о дополнительных услугах: уборке, снабжении или обеспечении безопасности (см. § 13.2).

### § 3.4.3. Современная политика

Правительство Великобритании по-прежнему считает, что не надо прекращать финансирование проектов PFI за счет государственного бюджета (см. § 2.3), но организовывать их стоит лишь в тех случаях, когда в их пользу говорит показатель ЭРС. И действительно, приблизительно половина от общей стоимости программы PFI (23 миллиарда) находится или будет находиться на балансе государственного сектора. Однако эта цифра включает расходы на большие проекты, которые первоначально никто не планировал относить на счет государства. Например, 16 миллиардов на строительство и реконструкцию Лондонского метро (2002–2003). Реализация этого была связана с конфликтами политического характера, что заставило заемщиков понервничать. В итоге на позднем этапе проведения конкурса 95% долга пришлось взять на себя государству. Тем не менее ситуация с прежними проектами остается запутанной, и стоит ждать дальнейших изменений в политике (см. § 5.5.4). А пока новые

инвестиции делают на их основе предположения, что PFI не должны находиться на балансе государственного сектора.

Проекты PFI занимают до 10–15% инвестиций в государственном секторе, но распределяются неравномерно. Например, несколько новых школ и больниц построили, не прибегая к PFI. Однако, принимая во внимание существующие ограничения на государственные расходы, строительство большинства проектов вряд ли стало бы возможным без PFI. Преимущества PFI, особенно в области социальной инфраструктуры, кажутся совершенно очевидными. Хотя есть проблемы, которые вызывают беспокойство, например касающиеся гибкости соглашений (см. § 2.12). Правительство Великобритании считает PFI методом создания общественной инфраструктуры с участием частного сектора. Так, к середине 2006 года на разных этапах реализации находилось около двухсот проектов с капиталом около 26 миллиардов фунтов стерлингов.

### § 3.5. Соединенные Штаты Америки

Государственный сектор в США по сравнению с большинством других стран всегда играл важную роль в создании общественной инфраструктуры. Хотя коммунальные службы, например, в основном развивались частными компаниями и не были национализированы, как это происходило повсюду в XX веке (см. § 1.4.1). Больше всего ГЧП сейчас в сфере водоснабжения и канализации, они действуют в 15% местных коммунальных систем. Начиная с 1980-х годов существенно увеличилось число частных тюрем. Большинство из них являются франшизами: государственные органы передают управление специализированной компании, занимающейся исправительными службами. Кроме того, такие компании строят тюрьмы на собственные средства, ведут переговоры по содержанию заключенных с властями округа, другими органами, действующими в штате или за его пределами, с федеральными структурами. Доводы в пользу частных тюрем в основном связаны с экономией средств, а не с ограничениями государственного бюджета. Но противники утверждают, что экономия эта достигается лишь за счет низкой оплаты труда и сокращения персонала.

В последнее время возникло много предприятий ГЧП в сфере транспорта. Первоначально развитие дорог в США весьма зависело от частного финансирования: на протяжении XIX столетия платные дороги — распространенное явление. Строительство платных дорог и мостов за счет бюджета было обычным делом в первой половине XX века. Но с конца 1950-х годов началось бурное развитие федеральных шоссейных трасс, и государственное финансирование вытеснило дорожные сборы. Как правило, доля федерального бюджета составляет 80%, но проекты, которые реализуют власти отдельных штатов, требуют сбалансированного финансирования. В отличие от большинства других стран в США федеральное финансирование строительства шоссейных дорог обычно происходит за счет специальных налогов на топливо и средства передвижения, а сбор пошлин на федеральных дорогах полностью запрещен (хотя разрешен на мостах и в туннелях). Государственное финансирование также осуществляется за счет государственных облигаций, доход с которых не облагается нало-

гом. Они выпускаются властями штата, государственным органом или в рамках проектов, находящихся под контролем государства. (Не облагаемые налогом облигации дают государственному сектору значительное преимущество, и это сдерживает развитие частных вложений.) Впрочем, рост федерального финансирования не поспевал за спросом на шоссейные автодороги, и потому с начала 1990-х годов власти испробовали различные варианты привлечения частного капитала. В частности, это практиковалось в Виргинии и Калифорнии. Изменения в федеральной системе начались с принятого в 1991 году закона о содействии наземным перевозкам разными видами транспорта (ЗСНП). Он разрешил федеральное финансирование платных дорог в пределах одного штата совмещать с частным финансированием или финансированием, организованным властями штата. В 1995 году закон о системе автомагистралей национального значения разрешил создание банков для финансирования инфраструктуры в отдельных штатах (см. § 17.4.2). Они могли предоставлять кредиты в дополнение к федеральному финансированию, в том числе и на проекты с частным финансированием. В 1998 году в законе о финансировании и инновациях в транспортной инфраструктуре были прописаны меры по стимулированию привлечения частного финансирования в крупные (более 100 миллионов долларов США) транспортные проекты. При этом предлагались государственные займы и гарантии, покрывающие до 33% затрат. Принятый в 2005 году закон об обязательных нормах безопасности, подконтрольности, гибкости и эффективности транспорта:

- разрешал взимать плату на шоссейных дорогах между штатами для финансирования ремонта и строительства новых дорог;
- сокращал минимальный размер проекта до 50 миллионов долларов США;
- разрешал выпуск не облагаемых налогом облигаций частным организациям (ОЧО) на сумму до 15 миллионов долларов США — для финансирования проектов ГЧП.

Завершенные значительные проекты ГЧП по строительству шоссейных дорог приведены в табл. 3.4. Она показывает, что, несмотря на избыток законов на уровне отдельных штатов и федеральном уровне, поощряющих «инновационное финансирование», процесс идет медленно. (Следует заметить, причем, что число соглашений о проектировании и строительстве шоссейных автодорог государственным сектором изрядно возросло. Этот тип соглашения включен в понятие ГЧП, данное федеральным управлением шоссейных дорог.)

Первый современный проект ГЧП по строительству платной дороги Даллес — Гринвей в штате Виргиния столкнулся с финансовыми трудностями, когда транспортный поток не достиг прогнозируемого уровня, и понадобилась значительная финансовая реструктуризация. Похожие проблемы возникли в Виргинии на строительстве дороги Покахонтас — Парквей и в Южной Каролине — проект Южный Коннектор. Одна из причин неудач — нежелание населения платить за проезд. Сказалось и то, что эти шоссе строились и в надежде на будущий рост экономики, которого не случилось. Первый проект в Калифорнии —

SR-91 — был построен для борьбы с пробками и стал успешным; впоследствии его выкупило государство, когда ограничения в концессии на конкурирующие дороги признали слишком жесткими (см. § 2.9.1, 14.8.2). Первый значительный проект частного сектора, реализованный под эгидой закона о финансировании и инновациях в транспортной инфраструктуре, — SR-125 в Калифорнии — сильно застопорился на этапе строительства из-за проблем с планированием.

**Табл. 3.4.** Основные проекты ГЧП по строительству дорог в США

Проект	Штат	Государственные органы	Начало проекта	Завершение проекта	Стоимость проекта (млн долларов США)
SR-91* (местная дорога)	Калифорния	Транспортный департамент	1993	1995	126
SR-125 (местная дорога)	Калифорния	Транспортный департамент	2000	2007	722
Северная трасса 3**	Массачусетс	Управление автодорог штата	1999	2006	385
Южный Коннектор**	Южная Каролина	Управление транспорта штата	1998	2001	217
Даллес — Гринвей***	Виргиния	Управление транспорта штата	1993	1995	338
895 Покахонтас — Парквей**	Виргиния	Управление транспорта штата	1998	2002	377

Все проекты, указанные в таблице, являются проектами платных дорог — за исключением Северной трассы 3, здесь штат платит аренду за пользование дорогой.

\* Концессия была выкуплена государством в 2002 году.

\*\* Находится в собственности государственной некоммерческой организации (см. § 17.6.2);

Покахонтас — Парквей была продана частным инвесторам в 2006 году.

\*\*\* В 1999 году проведена серьезная финансовая реорганизация проекта, в 2005 году проводилось повторное рефинансирование, концессия расширена за счет строительства дополнительных полос и перемычек и продана новым инвесторам.

Однако ситуация на рынке изменилась с 2004 года, с началом продаж франшизы на фиксированный срок (см. § 1.4.1) — в проектах строительства платных дорог на освоенной территории, то есть на месте построенных ранее платных дорог, находившихся в собственности государства. Покупатель приобретает франшизу на эксплуатацию дороги и сбор пошлин на определенный период, а цена, которую уплачивают частные инвесторы, таким образом, является настоящей стоимостью будущих доходов (меньше операционных расходов). Такая сделка не относится к ГЧП, согласно определению, данному в этой книге, потому что она не предполагает заметных инвестиций в новую инфраструктуру (хотя и существуют обязательства по текущему содержанию объекта). Цель ее — привлечение средств в государственный бюджет. Однако, с точки зрения форм собственности, содержания соглашений и финансовой

структуры, сделка идентична только что завершеному объекту ГЧП. Первая продажа такой франшизы состоялась в 2004 году: Чикаго — Скайвей в Чикаго, 1,8 миллиона долларов США (цена превысила первоначальные ожидания). Даллес — Гринвей продали новым инвесторам (они оплатили капитальный ремонт и обновление части дороги) в 2006 году, то же самое тогда же произошло с Покахонтас — Парквей, которая так и остается незагруженной. Толл — Роуд в штате Индиана продали по соглашению о франшизе за 3,8 миллиарда долларов. Также рассматривалась продажа более дорогих франшиз, например Иллинойс — Толлвей, чья стоимость оценивалась в 15 миллиардов долларов.

Эти сделки стимулировали интерес к новым крупным концессиям на строительство платных дорог с нуля. В 2006 году власти штата Орегон подписали соглашение о строительстве трех платных дорог с частными инвесторами. Они стали преимущественными партнерами штата и должны потратить около 20 миллионов долларов, которые вернутся им, если проекты не заглохнут. Во Флориде шла подготовка к строительству нескольких платных дорог. Самая длинная — Хартланд — Парквей протяженностью 110 миль, ее стоимость оценивается в 3 миллиарда долларов. Концессии, скорее всего, помогут созданию Транстехасского коридора — новой дороги и железнодорожной сети. Их стоимость дойдет до 180 миллиардов долларов. Этот проект обещает стать крупнейшей программой ГЧП. В 2005 году власти штата Техас подписали соглашение с частными инвесторами о строительстве ТТС-35 длиной 600 миль, связывающей Даллас и Форт-Уэрт с границей Мексики. В 2006 году достигнуто соглашение о строительстве на территории штата исключительно за счет частных инвесторов шоссейной дороги SH-130 близ города Остин, стоимость проекта — 1,3 миллиарда долларов.

### § 3.6. Австралия

Австралия, как и США, — страна с федеративным устройством. Проекты ГЧП первоначально находились в управлении властей штатов, а не Австралийского союза (хотя отчасти финансировались центральным правительством). В основном они относились к платным дорогам и сосредоточивались в двух штатах — Новый Южный Уэльс и Виктория. Власти Виктории занимались также реализацией проектов социальной инфраструктуры по типу PFI. Они должны были стать примером для других штатов. В табл. 3.5 приводится информация о ГЧП в Австралии вплоть до 2005 года.

И хотя Сиднейский мост, открытый в 1932 году, построен в рамках государственного проекта за счет пошлин, сборы не применялись широко, пока не стали разворачиваться проекты частных платных дорог, начавшиеся в 1988 году с туннеля Сидней — Харбор. Сначала перенос на частный сектор риска, связанного с недостатком транспортного потока, был незначительным. Автодороги М4 и М5 впоследствии из концессий преобразовали в проекты по типу PFI — для выгоды инвесторов. Это не совсем обычная практика в отношении дорожных концессий, которые под давлением государства вынуждены интегрироваться с остальной частью дорожной инфраструктуры, особенно с городскими трассами.



Табл. 3.5. ГЧП в Австралии

Штат/сфера	Проект	Год	Стоимость*
<b>Австралийский союз</b>			
Министерство обороны	Здание Главного управления МО	2006	300
<b>Новый Южный Уэльс</b>			
Образование	Axiom Education	2002	100
Здравоохранение	Больница в Хоксбери	1996	47
Юстиция	Исправительное учреждение Long Bay	2006	130
Досуг	Стадион «Австралия»	1996	513
Досуг	Стадион SuperDome (Сидней)	1997	190
Железные дороги	Железнодорожная ветка к аэропорту Сиднея	1996	200
Автодороги	Туннель Сидней — Харбор	1986	750
Автодороги	Шоссе М4	1988	246
Автодороги	Шоссе М5	1991	295
Автодороги	Шоссе М2	1994	552
Автодороги	Шоссе М1 — Eastern Distributor	2000	700
Автодороги	Шоссе М7 Westlink (Western Sydney Orbital)	2002	1500
Автодороги	Туннель Кросс-Сити	2002	680
Автодороги	Туннель Лэйн-Коув	2003	1100
Водоснабжение	Станция фильтрации воды Prospect	1993	264
Водоснабжение	Станция подготовки воды Макартур	1995	124
<b>Всего (Новый Южный Уэльс)</b>			<b>7391</b>
<b>Квинсленд</b>			
Образование	Брисбенский институт Саутбанк	2005	250
Железные дороги	Железнодорожная ветка к аэропорту Брисбена	1998	223
<b>Южная Австралия</b>			
Водоснабжение	Riverland water (10 станций фильтрации воды)	1999	115
Водоснабжение	Виктор-Харбор	2004	20
<b>Виктория</b>			
Служба спасения	Мобильная система передачи данных	2003	140
Служба спасения	Система аварийной сигнализации	2004	100
Служба спасения	Городская мобильная радиосвязь	2004	120

Окончание табл. 3.5

Штат/сфера	Проект	Год	Стоимость*
Здравоохранение	Больница Casey Community	2004	90
Здравоохранение	Женская больница Royal Hospital	2005	364
Юстиция	Окружной суд в штате Виктория	2002	140
Досуг	Кино- и телестудия Docklands	2002	70
Досуг	Выставочный комплекс Royal Melbourne	2004	146
Пенитенциарная система	Исправительное учреждение штата Виктория	2004	275
Железные дороги	Станция Southern Cross	2000	700
Автодороги	Мельбурн Ситилинк	1996	1780
Автодороги	Истлинк (скоростная автомагистраль Митчэм-Франкстон)	2004	2600
Водоснабжение	Завод по переработке сточных вод Эчука/Рочестер	2004	40
<b>Всего (Виктория)</b>			<b>6565</b>
<b>Всего (Австралия)</b>			<b>14 864</b>

\* NPV в млн австралийских долларов (1 австралийский доллар примерно равен 0,75 доллара США).

Источник: Australian Council for Infrastructure Development; Partnerships Victoria.

Позднее в проектах платных дорог риск, связанный с недостатком транспортного потока, был полностью перенесен на частный сектор, хотя в некоторых случаях, например с сиднейским Кросс-Сити-туннелем, проблемы возникли именно по этой причине (см. § 14.8.1). В Австралии платными обычно являются автомобильные дороги, находящиеся в черте города. Их строительство дорого, эксплуатация сложна. Масштабность программы послужила отправной точкой для инвесторов из Австралии, принявших активное участие в развитии платных дорог в других странах мира, например в США.

В 2000 году Управление казначейства и финансов штата Виктория учредило структуру под названием Partnerships Victoria, фактически — центра экспертизы. Первым реализованным под эгидой этого подразделения стал в 2002 году проект по окружному суду штата Виктория. Он был организован по типу PFI. Общий объем капиталовложений с использованием ГЧП в Виктории равен вложениям в Новом Южном Уэльсе, но проекты более разнообразны, как это видно из табл. 3.5. Partnerships Victoria выпустила полную подборку инструкций по ГЧП (см. список литературы), которые в целом взяли за образец в других штатах.

В стране практически не существует централизованного управления проектами ГЧП, поскольку правительство Австралийского союза занимается только вопросами обороны (в этой области планируется организовать несколько ГЧП) и внешней политики. А вот власти Виктории организовали в 2004 году Национальный форум по вопросам ГЧП.

Цели форума включали «снижение цены предложения, усиление единообразия в законодательстве и передачу опыта для улучшения подготовки специалистов государственного сектора». В нем приняли участие представители всех штатов и центрального правительства. В целом по состоянию на 2006 год планировалось дополнительно реализовать проекты ГЧП на 10 миллиардов долларов США.

## § 3.7. Франция

Во Франции концессии имеют давнюю историю, начиная с Южного канала (Canal du Midi), который в середине XVII века соединил побережье Атлантического океана и Средиземного моря. На протяжении XIX и первой половины XX века муниципальные ГЧП в сфере водоснабжения и канализации были обычным явлением, и это заложило общие основы для предоставления таких услуг, как вывоз мусора и городского транспорта. Впоследствии их приняли страны с гражданской системой права. Точно так же в форме концессии развивались железные дороги, производство и распределение электроэнергии. После Второй мировой войны многие из них перешли в собственность государства. Большая часть новой инфраструктуры, например автомобильные дороги, создавалась в то время за счет частных инвестиций с привлечением государственных компаний и неявной поддержкой правительства, но предполагала плату за пользование дорогами (см. § 17.2.2). Концессии — одна из форм соглашения о «*delegation de gestion du service public*» (передаче коммунальной службы в эксплуатацию). Другая основная форма партнерства — «аффермаж», то есть франшиза, которая предполагает эксплуатацию и содержание объекта по соглашению с государством. При этом частные инвесторы несут риски, связанные с недостаточным спросом на услуги и соответствием объекта и услуг установленным государством требованиям. Но государство финансирует строительство объекта и остается его владельцем. Соглашение о франшизе также вступает в силу по прекращении концессии, чтобы разрешить частным лицам дальнейшую эксплуатацию объекта (см. § 15.11). Соглашение о франшизе широко используется в водоснабжении.

Начиная с 2002 года во Франции внедряют структуры типа PFI в области социальной инфраструктуры, на базе законов, относящихся к здравоохранению и тюремной системе. В настоящее время реализуется программа ГЧП по строительству тюрем стоимостью 1,3 миллиарда евро и программа строительства больниц — 1,4 миллиарда евро. В 2004 году приняты законы общего характера, относящиеся к ГЧП. В секторе дорожного строительства также появились новые концессии и были проданы франшизы на эксплуатацию государственных платных автотрасс.

## § 3.8. Южная Корея

### § 3.8.1. Предыстория

Ускоренная индустриализация и экономический рост за счет экспорта до начала 1990-х годов не сопровождались адекватным уровнем инвестиций в общественную инфраструктуру. Они известны в Корее как «капитал, вложенный

в инфраструктуру». Закон 1994 года стал первой попыткой привлечь частные инвестиции при помощи концессий. Но достижения оказались очень скромными, потому что на частный сектор переносили слишком большой риск. Семь проектов (в первую очередь дорожных) стартовали, но были заморожены из-за финансового кризиса в Азии в 1997 году и последовавших за ним ограничений, которые Международный валютный фонд (МВФ) установил для экономики Южной Кореи.

В 1999 году был принят закон об участии частных компаний в развитии инфраструктуры. Он до сих пор (с поправками) служит основой для программы «Участие частных компаний в создании и эксплуатации инфраструктуры» (PPI). Одновременно с этим законом и при технической поддержке Всемирного банка приняли правовые акты, направленные на достижение большей прозрачности в проведении конкурсов. В результате появилась долгосрочная программа создания концессий, с весомой долей инвестиций и займов на местном уровне (первоначально закон был направлен на защиту иностранных инвестиций). Он требует от правительства формирования ежегодного плана участия частных компаний в развитии инфраструктуры. В нем указывается ожидаемый уровень частных инвестиций для каждого проекта. Цель — обеспечение скоординированной национальной политики в привлечении частных компаний к развитию инфраструктуры. Закон также поощряет «проекты, начатые по собственной инициативе», то есть те, что не являются частью плана, а запускаются по предложению частного сектора (см. § 6.4.7).

Ключевым аспектом программы участия была гарантия минимального уровня дохода (ГМД). Поначалу она предполагала, что государственный сектор гарантировал получение до 90% планируемых доходов от объекта (и 80% в проектах, начатых по собственной инициативе). Поправка 2005 года сделала это положение более гибким, размер гарантии составил 75% в первые пять лет, 65% на протяжении следующих пяти лет и 0% на весь оставшийся срок действия проекта. Кроме того, устанавливалось минимальное значение ГМД для будущих проектов. Если объект не приносил 50% ожидаемых прибылей, то выплаты вообще не предусматривались. Существовал и «потолок» доходов государственных органов — 110–140% от ожидаемого уровня.

Закон об PPI также предполагал компенсацию потерь из-за разницы курсов более 20% (это согласуется с целью привлечения иностранных инвестиций) и позволял государственным органам владеть долей до 50% капитала, а все дивиденды выплачивать частным инвесторам. В нем также есть положения о государственных субсидиях, субсидировании займов и освобождении от уплаты налогов.

Крупными считаются проекты, стоимость которых превышает 200 миллиардов вон (200 миллионов долларов). А с государственной поддержкой — более 30 миллиардов вон (30 миллионов долларов). Они составляют примерно треть от общего числа проектов, находящихся под контролем Министерства бюджетного планирования, а меньшие по масштабу контролируются местными органами власти.

В соответствии с законом об PPI учредили Центр частных инвестиций в инфраструктуру Республики Корея — для оказания политической поддержки,

проведения экспертизы и развития новых проектов, для помощи в организации и оценке конкурсных заявок, проведении переговоров по соглашениям о концессиях, подготовке специалистов. Первоначально центр относился к Министерству транспорта и коммуникаций, затем перешел в ведение Министерства бюджетного планирования. Теперь он называется Центром управления государственными и частными инвестициями в инфраструктуру и является подразделением Корейского института развития, находящегося в прямом подчинении президента Республики Корея. Цель этих перестановок, очевидно, заключалась в устранении политического влияния на Центр, а также в том, чтобы сделать подход к его деятельности более объективным.

В 2005 году внесли новые, принципиальные изменения в программу PPI — оценку эффективности расходования средств (см. § 5.3), реализацию проектов по типу PFI, известных в Корее как «строительство — передача — аренда» (BTL), и положения, позволяющие ускорить рост фондов, занимающихся инвестированием в инфраструктуру (см. § 7.2.1). Они относятся к разделу доходов от рефинансирования между государственным и частным секторами (см. § 16.4.5).

### § 3.8.2. Развитие программы PPI

В табл. 3.6 приведена обобщенная информация об утвержденных проектах PPI, начиная с 1997 года. В целом она сопоставима с программой PFI в Великобритании (если не считать Лондонского метро), но по числу отдельных проектов намного уступает. Проекты в основном относятся к транспортной инфраструктуре. Примеры из плана на 2003 год приведены в табл. 3.7.

Пока концессия в транспортной сфере остается основным содержанием программы PPI, но правительство начало реализацию проектов в области социальной инфраструктуры по типу PFI — строительство школ, военных объектов, переработка отходов. В конце 2005 года действовало 86 проектов BTL общей стоимостью 3,8 триллиона вон (3,8 миллиарда долларов). Проекты PPI в настоящее время составляют около 15% от общего числа инвестиций в инфраструктуру, и соотношение выросло за последние годы. Следовательно, также должен расти общий объем инвестиций в общественную инфраструктуру посредством ГЧП (PPI и BTL).

Финансированием проектов PPI путем привлечения заемных средств сначала занимался Корейский банк развития совместно с иностранными банками (речь о больших проектах, когда невозможно найти в стране источник финансирования).

Коммерческие банки в Корее и небанковские учреждения, такие как страховые компании, теперь тоже играют важную роль на этом рынке. Туда начинают приходить и иностранные инвесторы.

Финансирование проектов PPI за счет заемных средств поддерживает Корейский фонд гарантированного кредитования инфраструктуры, который был также основан по Закону об PPI 1994 года. Он финансируется правительством. Фонд производит выплаты ГМД (гарантия минимального дохода), собственные

**Табл. 3.6.** Проекты ГЧП в Южной Корее

Год	Утвержденные проекты	Величина инвестиций (млрд долларов США)
1997	14	5,5
1998	7	4,8
1999	11	0,6
2000	13	2,1
2001	19	5,8
2002	12	2,7
2003	16	4,8
2004	14	5,4
2005	12	6,3
<b>Итого</b>	<b>118</b>	<b>38</b>

Источник: Korea Development Institute.

**Табл. 3.7.** Значительные проекты PPI в Южной Корее (план на 2003 г.)

Наименование проекта	Общая стоимость (млн долларов США)	Размер финансирования за счет государственного бюджета	Размер финансирования за счет частных средств
Скоростная автомагистраль Сеул — Чхунчхон	1535	492 (Министерство строительства и транспорта Южной Кореи)	1043
Кольцевая автодорога в Сеуле	1104	338 (Министерство строительства и транспорта Южной Кореи)	766
Новая пунданская линия метрополитена (Сеул)	1615	800 (Министерство строительства и транспорта Южной Кореи)	815
Линия № 9 метро (Сеул)	1900	1239 (Правительство г. Сеул)	680
Легкорельсовый транспорт в г. Юйджонгпу	313	125 (Министерство строительства и транспорта Южной Кореи и г. Юйджонгпу)	188
Легкорельсовый транспорт в г. Йонъин	488	195 (Министерство строительства и транспорта Южной Кореи и г. Йонъин)	293
Легкорельсовый транспорт в г. Пучхон	341	136 (Министерство строительства и транспорта Южной Кореи и г. Пучхон)	205
Легкорельсовый транспорт в г. Чонджу	308	154	154

гарантированные выплаты и банковские займы. Он также гарантирует доход или выплаты долга в проектах PPI, размер которых не превышает установленный лимит в 200 миллиардов вон (200 миллионов долларов). В целом нет причин, по которым участники партнерства не могут получать доход от оплаты

услуг. А фонд таким образом гарантирует, что средства можно будет использовать для платежей, когда подойдет срок (см. § 14.8.3).

За 10 лет, предшествовавших 2005 году, Корейский фонд гарантированного кредитования инфраструктуры выдало гарантий на 65 проектов общей стоимостью 3,442 миллиарда вон (3,4 миллиона долларов).

Фонд критикуют за отсутствие конкуренции на строительном рынке, где главенствуют пять больших компаний, за выбор государственных поставщиков, который сильно ориентирован на «общественные работы». Чрезмерное значение придается тому, как объект будет построен. Также упрекают, что гарантия минимального дохода поощряет проекты без должного анализа рисков использования (см. § 13.4.3). В результате государство получило несколько больших исков о выплате. (С учетом этого опыта в положения о ГМД внесли изменения.) Стоит, однако, упомянуть, что без гарантии минимального дохода программа PPI никогда не смогла бы достичь нынешнего масштаба. Пусть этому способствовал определенный объем государственных субсидий, выданных концессиям, ГМД все равно нельзя сбрасывать со счетов (см. § 5.2.1).

### § 3.9. Испания

История концессий на строительство платных дорог ведет отсчет с XX века — со строительства платных мостов и железных дорог на средства частных инвесторов. Программа частного строительства автодорог (первая в Европе) начала действовать в 1967 году. Через 10 лет появилось 15 концессий, которые должны были построить 1500 километров автотрасс. Некоторые из них оказались финансово несостоятельными, и государство их выкупило, а другие действовали на протяжении положенного срока (обычно он составляет 30 лет) и теперь вернулись в собственность государства. В последние годы бюджетные ограничения привели к значительному росту новых концессий. Между 1998 и 2003 годами подписано 22 соглашения в сфере дорожного строительства общей стоимостью 6 миллиардов евро. Принятый в 1972 году закон о концессиях первоначально относился к строительству дорог, но в 2003-м ему на смену пришел новый, который включал все типы ГЧП, в том числе и PFI. В настоящее время на долю ГЧП приходится около 20% инвестиций в инфраструктуру Испании.

Местные власти наделены в Испании значительными полномочиями, поэтому центральное правительство практически не занимается вопросами ГЧП. То есть независимые региональные правительства проводят в этой сфере самостоятельную политику. Поэтому же в стране нет единого центра экспертизы.

Поиск поставщиков происходит быстро и не требует больших затрат. Как правило, на организацию конкурса в Испании уходит одна десятая часть той стоимости, что требуется для запуска проекта PFI в Великобритании. Тендер занимает намного меньше времени. Сказывается подготовка, которая включает создание предварительного проекта, планирование и проведение экологической экспертизы, а также проведение консультаций с игроками на данном рынке перед объявлением конкурса на организацию ГЧП. В Испании ГЧП — это в основном крупные строительные компании и финан-

совые инвесторы (см. § 7.2.1), они не играют заметной роли на испанском рынке, в отличие от национальных банков, тесно связанных с подрядчиками. Поэтому испанский рынок фактически закрыт для иностранных компаний и инвесторов, хотя местные подрядчики заявляют о жесткой конкуренции внутри страны.

Как и в Австралии, высокая активность в строительстве платных дорог дала испанским подрядчикам и инвесторам возможность организовывать похожие предприятия в других странах.

### § 3.10. Южная Африка

В Южной Африке была создана дифференцированная программа ГЧП. Этот интересный пример показывает, чего можно достичь в развивающейся стране, несмотря на сложную финансовую систему и систему инвестирования, которая сыграла ключевую роль в развитии программы. ГЧП — важное средство ускорения инвестирования в экономическую и социальную инфраструктуру ЮАР.

ГЧП появилось здесь в середине 1990-х годов. Агентство по государственным дорогам, которое уже занималось сбором платы за использование части главных шоссе, создало концессии для преодоления бюджетных ограничений, мешавших реконструкции автотрасс. Первым в 1996 году стал проект дороги, соединяющей Южную Африку с портом Мапуту в Мозамбике. Стоимость его составила 2,6 миллиарда рандов (7 рандов — 1 доллар). Хотя проект финансировался частным сектором, гарантии по долгам взяли на себя правительства Южной Африки и Мозамбика. (Кроме того, при поддержке правительства ЮАР было создано ГЧП для развития порта Мапуту и связанной с ним железной дороги.) За ним последовал проект стоимостью 3 миллиарда рандов — строительство части дороги № 3, соединяющей Преторию, Йоханнесбург и Дурбан, и сбор платы за ее использование. Весь риск, связанный с транспортным потоком, взяли на себя частные инвесторы и кредиторы.

Следующим этапом развития ГЧП стало строительство тюрем. Правительство объявило конкурс на 11 объектов, но затем выяснилось, что заложенная в документах стоимость сильно занижена. В итоге в 2000 году подписали два соглашения — на тюрьмы близ городов Блумфонтейн и Луис-Тричард. Инцидент заставил упорядочить подход к созданию ГЧП — казначейство учредило специальный орган. Для создания предприятия необходимо получить одобрение на трех стадиях:

- после подготовки технико-экономического обоснования;
- перед подачей заявки об участии в конкурсе;
- перед подписанием последних документов.

После консультаций с частными инвесторами и кредиторами в 2004 году была опубликована стандартная форма соглашения о ГЧП (она во многом основывается на стандартной форме о PFI, принятой в Великобритании).

Первым значительным проектом, заключенным под руководством казначейства, стало строительство в 2001 году больницы имени вождя Альберта



Лутули (4,5 миллиарда рандов). Было еще несколько проектов, относительно небольших по масштабам и не связанных со строительством государственных учреждений и информационными технологиями. Развитие ГЧП на уровне муниципалитетов и провинций происходило очень медленно, несмотря на учреждение в 1998 году Управления по инвестициям в муниципальную инфраструктуру. Количество новых проектов возросло, и программа ГЧП делает гигантский шаг навстречу проекту Готрэйн стоимостью 20 миллиардов рандов (3,5 миллиарда долларов). Это скоростная железная дорога, связывающая Йоханнесбург и расположенный в нем аэропорт с Преторией. Соглашение подписали в 2006 году. Проект критиковали за несоразмерность другим инвестициям в общественную транспортную инфраструктуру, за то, что выиграют от его реализации только богатые. Тем не менее он стал примером того, что инвестиции в инфраструктуру возможны благодаря привлекательности формы ГЧП.

## Действующие лица ГЧП в России<sup>1</sup>

Государственно-частное партнерство в России — пока не слишком массовая сфера. Несмотря на то, что почти за четверть века новой российской экономики в этой сфере некоторыми нашими регионами накоплен определенный положительный опыт, он еще с трудом адаптируется к постоянно изменяющейся российской экономической действительности. Такова сама природа государственно-частного партнерства — каждый ГЧП-проект нуждается в тщательной индивидуальной правовой и экономической проработке; механический перенос условий одного соглашения в другое невозможен.

Динамика российского ГЧП «притормаживает», по мнению экспертов, в силу двух основных факторов — неразвитости отечественного законодательства и нехватки квалифицированных специалистов на местах. Из-за принципиальной индивидуальности каждого ГЧП-проекта многое в его успехе зависит от уровня компетенций чиновника (публичного партнера) и предпринимателя (партнера частного), а также от их доброй воли и желания уравнивать интересы сторон в рамках заключаемого соглашения, гарантировать, с одной стороны, исполнение, с другой — прибыльность проекта.

Рынок ГЧП в России только начинает бурный рост. Сегодня на федеральном уровне законодательным регулированием ГЧП занимается не так много профильных комитетов, соответствующие услуги предоставляют считанные единицы юридических компаний, а методологическое и кадровое обеспечение ГЧП — и вовсе удел всего нескольких институтов.

В предлагаемом обзоре мы постарались собрать информацию об организациях, принимающих самые значимые решения на российском ГЧП-рынке — тех, чья деятельность является сегодня основополагающей для всей сферы российского государственно-частного партнерства.

### ВЛАСТЬ

#### **Экспертный совет по законодательству о ГЧП при Комитете Госдумы по экономической политике и предпринимательству**

Экспертный совет по законодательству о государственно-частном партнерстве — постоянно действующий консультативный орган Комитета Государственной думы по экономической политике и предпринимательству.

Совет помогает комитету в подготовке проектов федеральных законов к рассмотрению Госдумой.

Основные задачи Экспертного совета:

- анализ развития ГЧП в экономике и его законодательного обеспечения, изучение зарубежного законодательного опыта в этой области;
- подготовка предложений по разработке проектов федеральных законов по вопросам развития ГЧП и внесению изменений и дополнений в действующие законодательные акты в области законодательства по вопросам ГЧП;
- проведение экспертизы законопроектов по вопросам ведения Комитета в области законодательства о ГЧП, вносимых на рассмотрение Государственной думой;
- анализ соответствия законодательству в области ГЧП соответствующих нормативных актов;
- обобщение предложений организаций и граждан по вопросам законодательства в области ГЧП, поступающих в Комитет.

<sup>1</sup> Материалы предоставлены АНО «НИИ корпоративного и проектного управления».

Председатель Экспертного совета — председатель подкомитета по развитию ГЧП Комитета Государственной думы по экономической политике и предпринимательству Хафиз Миргазямович Салихов.

#### **Координационный совет по государственно-частному партнерству при Минэкономразвития России**

Основными функциями Координационного совета являются:

- развитие механизмов ГЧП;
- совершенствование законодательства в сфере ГЧП;
- разработка предложений по формированию и реализации основных направлений государственной политики в сфере ГЧП;
- разработка предложений по реализации системообразующих инфраструктурных проектов.

Председатель Совета — министр экономического развития Российской Федерации Алексей Валентинович Улюкаев.

#### **Координационный совет по инвестициям Минтранса России**

Основные задачи Координационного совета:

- содействие в привлечении частных инвестиций для развития транспортной инфраструктуры;
- повышение эффективности бюджетных инвестиций с целью увеличения темпов экономического роста и повышения конкурентоспособности услуг в сфере транспорта.

Председатель Совета — министр транспорта России Максим Юрьевич Соколов.

#### **Комитет по ГЧП при Торгово-промышленной палате Российской Федерации**

Цели Комитета:

- разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию действующего законодательства и принятию нормативно-правовых актов, направленных на совершенствование механизмов ГЧП;
- взаимодействие с органами государственной власти в интересах субъектов предпринимательской деятельности;
- представление и защита интересов российских организаций и предпринимателей по вопросам, связанным с реализацией проектов ГЧП в России и за рубежом.

Комитет также принимает участие в развитии системы образования и подготовки кадров в области ГЧП, распространении передового отечественного и зарубежного опыта в развитии ГЧП.

Кроме того, Комитет предпринимает систематический анализ и мониторинг современного состояния и тенденций развития механизмов ГЧП в экономике страны, исследует отечественный и зарубежный опыт развития ГЧП в предпринимательской деятельности, дает экспертную оценку проектам нормативно-правовых актов, социально-экономическим программам и ТЭО проектов, включающих сферу ГЧП.

Председатель Комитета — директор Центра развития ГЧП Павел Леонидович Селезнев.

## **ЭКСПЕРТИЗА**

### **Федеральный центр проектного финансирования (ОАО «ФЦПФ») ВЭБ**

ОАО «Федеральный центр проектного финансирования» — профессиональная финансовая компания, целью деятельности которой является содействие реализа-

ции проектов регионального и городского развития с использованием компетенций частного сектора. ОАО «ФЦПФ» является дочерним обществом государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».

ОАО «ФЦПФ» обладает значительным опытом инвестиционного консультирования по формированию проектов государственно-частного партнерства в различных сферах общественной инфраструктуры, экспертизы проектов развития национального, регионального и муниципального масштаба, инновационных проектов, создания и корпоративного управления специализированными институтами развития, осуществления законодательной и нормотворческой деятельности, создания новых и улучшения существующих моделей развития инфраструктуры, организации образовательных программ.

#### **Приоритетные направления деятельности**

- формирование и совершенствование собственной методики оценки рисков формирования проектов регионального и городского развития, накопление необходимой статистической информации и/или адаптация имеющихся моделей;
- разработка (адаптация) методики обоснования сравнительной эффективности реализации проектов регионального и городского развития на условиях ГЧП и государственных (муниципальных) закупок;
- разработка (адаптация) методики обоснования не прямых экономических эффектов от реализации проектов регионального и городского развития, в том числе выполняемых на основе ГЧП и/или с использованием принципов TIF (tax increment financing);
- разработка примерной документации для реализации проектов регионального и городского развития на условиях сервисных контрактов в рамках ФЗ-44 с использованием принципов частной финансовой инициативы;
- анализ бюджетной, налоговой, инвестиционной, тарифной политики и экономической ситуации отдельных регионов и городов, соответствующих вопросов федеральной политики;
- создание институционального атласа отраслей и форм организаций регионального и городского развития, необходимого для разработки рекомендаций по совершенствованию общего федерального и регионального и отраслевого законодательства, выбора приемлемых моделей ГЧП для регионального и городского развития;
- изучение международного опыта технологических решений, продуктов и платформ, управленческих подходов к решению проблем городского развития и возможностей и барьеров к их использованию в Российской Федерации;
- изучение опыта и разработка нормативных проблем внедрения моделей регионального и городского развития на основе принципа TIF, выработка рекомендаций по изменению политики на федеральном и региональном уровне.

Генеральный директор, Председатель Правления ОАО «ФЦПФ» — Александр Владиславович Баженов.

#### **Центр развития ГЧП**

Основная цель Центра — объединение ресурсов государства и бизнеса, консолидация экспертного сообщества в области ГЧП для привлечения инвестиций и компетенций в развитие общественной инфраструктуры.

Центр содействует региональным администрациям и муниципалитетам в подготовке и управлении проектами ГЧП, развивает федеральное и региональное законодательство в сфере ГЧП и инвестиционной деятельности, ведет подготовку кадров, обеспечивает заинтересованные лица актуальной информацией по вопросам развития инфраструктуры и ГЧП, проводит научные и маркетинговые исследования для нужд частных компаний и государственных структур.

Центр развития ГЧП ведет информационно-аналитический портал «ГЧП Инфо», издает электронное издание «ГЧП Журнал».

Председатель Правления НП «Центр развития ГЧП» — Павел Леонидович Селезнев.

### **Комитет РСПП по государственно-частному партнерству и инвестиционной политике**

#### **Задачи Комитета:**

- разработка предложений и рекомендаций в отношении государственной инвестиционной политики и развития ГЧП, взаимодействие с органами государственной власти по вопросам инвестиционной политики в интересах членов РСПП;
- централизация информации об условиях инвестиционной деятельности, инвестиционных возможностях, используемых инструментах и механизмах ГЧП, а также перспективах и прогнозах развития предприятий, секторов и отраслей экономики в регионах России;
- продвижение и распространение позитивного опыта в области привлечения инвестиций в РФ и использования механизмов ГЧП, выявление негативных факторов инвестиционного климата в России;
- участие в разработке, проведении проектов и лоббировании соответствующих изменений в российском законодательстве;
- координация значимых инвестиционных проектов с федеральными, региональными и местными органами государственной власти, профильными учреждениями, как в России, так и за рубежом;
- содействие в организации встреч деловых кругов, отраслевых и межотраслевых совещаний и иных мероприятий в целях улучшения инвестиционного климата России и притока капитала в российскую экономику.

Председатель Комитета — Владимир Александрович Дмитриев.

### **Центр управления проектами ГЧП при НИИ КПУ (ЦПУ ГЧП)**

#### **Цели ЦПУ ГЧП:**

- изучение проблем проектов ГЧП и разработки методологических рекомендаций и решений;
- создание нормативно-регламентной базы управления проектами на принципах ГЧП и применение ее на практике;
- развитие компетенции по управлению проектами на принципах ГЧП;
- формирование принципов стимулирования социальной ответственности в рамках реализации проектов на принципах ГЧП.

Кроме научной деятельности, Центр осуществляет коммерческую поддержку организаций, принимающих участие в проектах ГЧП.

Специалисты Центра помогают решить задачи управления проектом ГЧП, в том числе выполнить:

- разработку методологии управления проектами ГЧП;
- построение системы управления проектами ГЧП;
- разработку инструментария управления проектами ГЧП;
- формирование методических рекомендаций по управлению проектами ГЧП;
- разработку методологических рекомендаций по передаче опыта управления проектами ГЧП.

Председатель Наблюдательного совета НИИ КПУ — Эльдар Шамильевич Джураев.

### **Национальная ассоциация инвесторов и операторов дорожной отрасли (НАИОДО)**

Независимая площадка, объединяющая профессиональных участников рынка инвестиционных проектов в дорожной отрасли.

#### **Миссия:**

Консолидация группы крупнейших инвесторов-провайдеров инфраструктуры и операторов для выработки системы взаимоприемлемых договоренностей между государством и рынком о важнейших принципах, задачах и условиях развития рынка инвестиций в дорожную отрасль.

#### **Основные задачи:**

- Завершение формирования национального концессионного/инвестиционного рынка — пула строительных и инвестиционных компаний, готовых к инвестированию собственных и привлеченных заемных средств и располагающих необходимой организационной, инвестиционной и технической инфраструктурой для реализации дорожных проектов ГЧП.
- Создание единого институционального и информационного пространства — независимой площадки, объединяющей профессиональных участников рынка.
- Совершенствование законодательных и корпоративных процедур, способствующих ускорению подготовки и реализации ГЧП-проектов.

Президент Ассоциации — Яббаров Рауф Фаридович, советник Председателя управления ГК «Автодор».

## **ОБРАЗОВАНИЕ**

### **Институт развития государственно-частного партнерства**

Образован в 2012 году по инициативе Центра развития ГЧП. Основным партнером образовательной деятельности ГЧП-Института является кафедра экономической политики и государственно-частного партнерства МГИМО (У) МИД России.

Миссия Института — формирование кадрового потенциала для развития инфраструктурных объектов муниципального, регионального и федерального уровня в Российской Федерации на принципах ГЧП.

#### **Цели:**

- обучить представителей бизнеса и власти, оказывающих услуги в ЖКХ, здравоохранении и образовании, транспортной и энергетической областях;
- сформировать и объединить сообщество специалистов, владеющих опытом подготовки и реализации проектов ГЧП.

Генеральный директор Института — Юлия Николаевна Колесникова.

### **Кафедра экономической политики и государственно-частного партнерства (ЭПГЧП) МГИМО (У) МИД РФ**

#### **Основные задачи кафедры:**

- разработка, совершенствование и внедрение в образовательный процесс новых специальных и общих курсов по проблематике отношений государства, бизнеса и общества;
- подготовка магистров и бакалавров (политологов и экономистов), специализирующихся в вопросах государственно-частного партнерства, отношениях с органами государственной власти и общественными организациями, а также в сфере корпоративного управления;
- целевая подготовка специалистов для организаций-заказчиков.

При кафедре функционирует Центр прикладного анализа — организационное ядро для проведения исследований по двум основным направлениям:

- актуальные проблемы государственно-частного партнерства в России;
- этика бизнеса, корпоративное управление и социальная ответственность предпринимателей.

Заведующий кафедрой — Елена Борисовна Завьялова.

**Кафедра «Государственно-частное партнерство»  
(совместно с Внешэкономбанком) Финансового университета  
при Правительстве РФ**

Кафедра «Государственно-частное партнерство» создана для решения задач, связанных с профессиональной переподготовкой и повышением квалификации региональных государственных и муниципальных служащих, сотрудников предпринимательских структур по тематике ГЧП.

Кафедрой разработана магистерская программа «Управление проектами государственно-частного партнерства», миссия которой — подготовка высококвалифицированных специалистов для органов государственной власти и местного самоуправления, коммерческих организаций, способных эффективно применять механизмы государственно-частного партнерства при решении задач развития общественной инфраструктуры.

Заведующий кафедрой — доктор экономических наук, член-корреспондент Российской академии естественных наук Владимир Александрович Дмитриев.



# Часть II

## Глава 4. **Денежные поступления и инвестиционный анализ**

### § 4.1. **Введение**

Поскольку большая часть книги посвящена финансовой стороне ГЧП и ее влиянию на политику, читателю необходимо получить общее представление о ключевых понятиях анализа, которые будут использованы далее. ГЧП — это движение денежных средств на протяжении долгого времени, а стоимость денег зависит от момента, когда их получают или отдают для уплаты. Очевидно, что доллар сегодня дороже доллара через год. Но значит ли это, что сегодня он дороже двух через год? Для ответа обычно применяют два взаимосвязанных способа вычислений:

- вычисление дисконтированного потока денежных средств, который позволяет узнать сегодняшнюю стоимость или чистую дисконтированную стоимость (NPV)<sup>1</sup> будущего потока денежных средств (§ 4.2);
- вычисление внутренней нормы рентабельности (IRR)<sup>2</sup>, которая определяет общую норму прибыли от инвестиций, основанной на будущем движении денежных средств (§ 4.3).

Хотя каждый из методов не безупречен (§ 4.4), они широко используются в проектах ГЧП (§ 4.5).

### § 4.2. **Чистая дисконтированная стоимость, или дисконтированный поток денежных средств**

Чистая дисконтированная стоимость (NPV) — это сегодняшняя стоимость денег, предназначенных к оплате в будущем, дисконтированная на величину

---

<sup>1</sup> Net Present Value (англ.).

<sup>2</sup> Internal Rate of Return (англ.).



стоимости денег, то есть соответствующей процентной ставки. Вот формула, по которой она вычисляется:

$$PV = FV / (1 + i)^n,$$

где  $PV$  — сегодняшняя стоимость денег, то есть «сегодняшние деньги»,  $FV$  — их будущая стоимость, то есть «завтрашние деньги»,  $i$  — ставка процента или дисконтная ставка, а  $n$  — число периодов (годовых, полугодичных и т. д. с соответствующей процентной ставкой).

Так, если дисконтная ставка составляет 10% годовых, а сумма к оплате через год равняется 1000, то современная стоимость будет равняться:

$$1000 / (1 + 0,1),$$

или 909,1. Можно посчитать денежные средства год спустя от обратного: если 909,1 поместить на год под 10% годовых, то в конце года мы получим 1000 (то есть  $909,1 \times 1,10$ ). Точно так же чистая дисконтированная стоимость 1000 к оплате через 2 года при ставке процента, равной 10% годовых, вычисляется на полугодовой основе (то есть 5% за каждое полугодие) с помощью следующей формулы:

$$1000 / (1 + 0,05)^4,$$

или 822,7.

Вычисление дисконтированного потока денежных средств — это чистая дисконтированная стоимость ряда будущих сумм наличности. Она рассчитывается по следующей формуле:

$$\sum FV^n / (1 + i)^n,$$

где  $\Sigma$  — сумма чистых денежных средств для каждого периода (как правило, в случае ГЧП исчисляется на полугодичной основе). При этом для каждого периода движения денежных средств рассчитывается чистая дисконтированная стоимость по приведенной выше формуле. Обычно вычисление дисконтированного потока денежных средств устанавливает баланс NPV капиталовложений, сделанных в проект, и NPV будущего потока доходов от проекта. Хотя чистая дисконтированная стоимость (NPV) легко определяется с помощью соответствующей функции редактора таблиц, важно понять, какие формулы и вычисления лежат в основе этих расчетов, чтобы можно было проверить полученный итог.

Дисконтная ставка, применяемая при вычислении NPV, является сочетанием двух факторов:

- общей стоимости денег с учетом фактора времени (то есть относительно ставки процента на финансовом рынке);
- премии за определенные риски, связанные с инвестированием.

Выбор дисконтной ставки имеет первостепенное значение при определении текущей стоимости денежных средств, а следовательно, стоимости проекта как инвестиции — чем выше ставка, тем ниже NPV, и наоборот. Дис-

контную ставку часто используют для обозначения «уровня безубыточности»: если у NPV положительное значение при данной ставке, то инвестиции имеют смысл, а если отрицательное — отдача будет низкой, инвестиции не оправданы.

Способ вычисления NPV можно проиллюстрировать на примере двух различных инвестиционных потоков денежных средств, показанных в табл. 4.1. В каждом случае первоначальные вложения составили по 1000, а за пять лет эти суммы выросли до 1350, дополнительно принесли (отдача от первоначальной суммы) 350. Чистая стоимость вычислялась на основе 10% годовых. Нулевой год — первый день существования проекта, когда были произведены вложения капитала (они представлены отрицательной величиной в движении денежных средств), остальные денежные средства поступают ежегодно на протяжении всего срока существования проекта.

**Табл. 4.1.** Вычисление NPV

а)	б)	Инвестиция А		Инвестиция В	
		с)		д)	
Год	Коэффициент дисконтирования $[(1+0,1)^{-(a)}]$	Движение денежных средств	NPV $[(c) \div (b)]$	Движение денежных средств	NPV $[(d) \div (b)]$
0	1,0000	-1000	-1000	-1000	-1000
1	1,1000	340	309	200	182
2	1,2100	305	252	235	194
3	1,3310	270	203	270	203
4	1,46 441	235	162	305	208
5	1,6105	200	224	340	211
<b>Итого</b>		<b>350</b>	<b>49</b>	<b>350</b>	<b>-2</b>

Недисконтированный поток дает в итоге тот же результат на протяжении 5 лет. NPV инвестиции А равняется 49 (то есть дисконтированные денежные средства за 5 лет равняются 1049, уменьшенные на сумму первоначальных инвестиций 1000), тогда как NPV инвестиции В равняется -2. Инвестиция А, таким образом, более привлекательна.

Эти различия в расчете NPV показывают, насколько важен для инвесторов фактор времени. Если выполнить те же вычисления, исходя из дисконтной ставки в 5% годовых, то NPV инвестиции А будет равняться 184, а инвестиции В — 154. Соответствующие изменения уровня безубыточности не поменяют решения инвесторов относительно большей привлекательности инвестиции А. Но также очевидно, что инвестиция В превратится из сомнительной в привлекательную. Если бы инвестиция В была единственным вариантом, то изменение уровня безубыточности с 10 до 15% повлияло бы на решение об инвестировании вообще. На этом примере видно, насколько важен выбор дисконтной ставки.

Вычисление NPV также является методом оценки уже сделанных инвестиций. Если соглашение о ГЧП предполагает получение потока чистого дохода

от, скажем, 1000 в год на ближайшие 20 лет, то стоимость этого предприятия определяется путем дисконтирования потока доходов до NPV. Выбор дисконтной ставки и в таком случае сильно влияет на результат. Если этот поток дисконтировать, исходя из 15% годовых, то его сегодняшняя стоимость составляет 6259, а если из 8% годовых, то 9818. Как мы увидим дальше, инвесторы по-разному оценивают стоимость потока будущих доходов и соответственно применяют разные дисконтные ставки. Поэтому один и тот же проект, по мнению разных инвесторов, может иметь разную стоимость.

### § 4.3. Внутренняя норма рентабельности

IRR показывает величину дохода от инвестиций на протяжении всего срока. Это такая величина дисконтной ставки, при которой чистая дисконтированная стоимость денежных средств равна нулю. Итак, обратимся к примерам из табл. 4.1 в том виде, как они представлены в табл. 4.2: IRR инвестиции А равняется 12,08%, а инвестиции В — 9,94%.

**Табл. 4.2.** Вычисление IRR

Год	Инвестиция А		Инвестиция В	
	Движение денежных средств	NPV при 12,08%	Движение денежных средств	NPV при 9,94%
0	-1000	-1000	-1000	-1000
1	340	303	200	182
2	305	243	235	194
3	270	192	270	203
4	235	149	305	209
5	200	113	340	212
<b>Итого</b>	<b>350</b>	<b>0</b>	<b>350</b>	<b>0</b>

И снова инвестиция А является более предпочтительной, вычисления можно проверить путем дисконтирования двух потоков денежных средств при соответствующих ставках. И снова минимальный уровень внутренней нормы рентабельности может служить в качестве уровня безубыточности. Если для инвестора IRR — уровень безубыточности составляет, например, 12%, то инвестиция А будет приемлемым вариантом капиталовложений, а инвестиция В — нет.

### § 4.4. Проблемы, связанные с исчислением чистой дисконтированной стоимости и внутренней нормы рентабельности

Использование NPV и IRR для вычислений требует некоторой осмотрительности, поскольку оба показателя имеют слабые стороны.

### § 4.4.1. NPV и масштаб проектов

При сравнении двух разных проектов необходимо принимать во внимание их относительные размеры. Это видно из табл. 4.3.

Инвестиция D имеет большую NPV по сравнению с инвестицией C, но лишь благодаря большему размеру первой. Как ясно из вычислений IRR, инвестиция C более привлекательна. Постепенно нарастающие капиталовложения 1000 единиц в инвестицию D приносят куда меньшую отдачу по сравнению с инвестицией C.

**Табл. 4.3.** IRR и масштаб проектов

Инвестиция C		Инвестиция D
(a) Первоначальные вложения	-1000	-2000
(b) Денежные средства год спустя	1400	2600
NPV при 10%	273	364
IRR	40%	30%
Анализ доходов и расходов		
(c) NPV доходов [=NPV (b)]	1273	2364
(d) NPV расходов [= (a)]	1000	2000
Соотношение доходов и расходов [(c) + (d)]	1,27:1	1,18:1

Сравнение IRR можно дополнить оценкой экономической эффективности, как показано в табл. 4.3. Инвестиция C дает большую отдачу по отношению к величине вложений, что подтверждают вычисления IRR. Данный пример основан на предпосылке, что любой проект, экономическая эффективность которого превышает 1, привлекателен, но выбирать надо тот, у которого наивысший показатель эффективности. С другой стороны, если с финансированием не возникает проблем и фонды используются по прямому назначению, можно утверждать, что инвестиция D более привлекательна, поскольку приносит больше чистой прибыли в абсолютном выражении.

### § 4.4.2. IRR и отток или приток денежных средств

Вычисление внутренней нормы рентабельности нельзя использовать, когда движение денежных средств в различные периоды характеризуется чередованием их притока и оттока. Например, если инвестиции распределяются по этапам, а доходы поступают в промежутках между ними или если учитывается окончательная стоимость инвестиции (как с горной выработкой после ее истощения), одни и те же вычисления могут дать разные результаты. Этот случай иллюстрирует табл. 4.4, где один и тот же поток денежных средств сначала имеет отрицательное значение, а потом положительное в периоде 1, затем отрицательное в периоде 2. Его можно дисконтировать при 10 и 20%, чтобы в итоге NPV достигла нулевого значения, то есть IRR может равняться или 10, или 20%. Сле-

дует отметить, что стандартный табличный редактор даст лишь один из вариантов и укажет, что этот ответ — единственный из возможных.

**Табл. 4.4.** IRR и приток или отток денежных средств

Период	Денежные средства	10%-ная дисконтная ставка		20%-ная дисконтная ставка	
		Коэффициент дисконтирования	NPV	Коэффициент дисконтирования	NPV
0	-50 000	1,00 000	-50 000	1,00 000	-50 000
1	115 000	0,90 909	104 545	0,83 333	95 833
2	-66 000	0,82 644	-54 545	0,69 444	-45 833
<b>Итого NPV</b>			<b>0</b>		<b>0</b>

### § 4.4.3. IRR и реинвестирование денежных средств

Более общей проблемой, связанной с IRR, является лежащее в основе вычислений предположение о том, что происходит при промежуточном движении денежных средств.

Это нашло отражение в табл. 4.5.

Очевидно, что инвестиция Е дает больший доход, что подтверждает и вычисление NPV. Но IRR у обоих типов инвестиций одна и та же. Так происходит, потому что стандартная процедура вычисления IRR предполагает, что деньги, изъятые из проекта, реинвестируются по величине IRR до конца исчисляемого периода. Таким образом, как видно из табл. 4.5, если денежные средства, связанные с инвестицией F, реинвестируются с первого по четвертый год под 15% годовых с применением процедуры сложных процентов, то в итоге увеличатся до 2011 в конце пятого года, как и в инвестиции Е.

**Табл. 4.5.** IRR и промежуточное движение денежных средств

Год	Инвестиция Е	Инвестиция F	
	Денежные средства	Денежные средства	Ежегодная величина реинвестируемых денежных средств, при 15% к пятому году
0	-1000	-1000	
1	0	298	522
2	0	298	454
3	0	298	395
4	0	298	343
5	2011	298	298
<b>Итого</b>	1011	492	<b>2011</b>
<b>NPV при 12%</b>	141	74	
<b>IRR</b>	15%	15%	

Надо четко помнить, что инвестиция Е приносит деньги быстрее, но предположение, что эти денежные средства можно реинвестировать под 15%, является истинным только при условии, что такова стоимость капитала для инвестора (см. § 7.3.1). Поэтому доход от других инвестиций можно учесть дважды при условии существования данной ставки. Результат вычисления IRR четко прослеживается в табл. 4.5. Он означает переоценку первоначальных денежных средств. Чем дольше период обращения денег, тем больше преувеличена IRR при использовании высокой ставки реинвестирования. Верно и обратное — происходит недооценка денежных средств в будущем. Это особенно относится к проектам ГЧП, которые отличаются длительным циклом оборота денежных средств.

Существует два способа борьбы с этими искажениями.

Первый — модифицированный IRR (MIRR)<sup>1</sup>. Его исчисление предполагает использование более низкой ставки рефинансирования для денежных средств, изъятых из проекта. (Например, стоимость капитала для инвестора принимается вместо величины IRR за дисконтную ставку при проведении вычислений NPV.) Это лучше отражает реальное положение вещей. Если взять примеры из табл. 4.5, ставка реинвестирования считается равной 12% (то есть стоимость капитала, используемая для вычисления NPV), как показано в табл. 4.6, MIRR инвестиции F составляет 13,6%. В то время как MIRR инвестиции Е остается на уровне 15% (поскольку нет промежуточного движения денежных средств для капиталовложений). Тогда становится очевидным, что инвестиция Е является более привлекательной. Вызывает удивление то, что инвесторы нечасто пользуются МНВР.

Второй способ — срок окупаемости. Альтернативный (или по крайней мере дополняющий) подход заключается в том, чтобы игнорировать вопрос рефинан-

**Табл. 4.6.** IRR и MIRR

Год	Инвестиция Е	Инвестиция F	
	Денежные средства	Денежные средства	Ежегодная величина реинвестируемых денежных средств, при 12% к пятому году
0	-1000	-1000	-1000
1	0	298	469
2	0	298	419
3	0	298	374
4	0	298	334
5	2011	298	298
<b>Итого</b>	<b>1011</b>	<b>492</b>	<b>105</b>
NPV при 12%	141	74	
IRR	15%	15%	
MIRR	15%		<b>13,6%</b>

<sup>1</sup> Modified Internal Rate of Return (англ.).

сирования в процессе изучения вычислений IRR. Но он требует, чтобы любая инвестиция также имела максимальный период окупаемости (то есть время, требуемое для возврата первоначально вложенных средств). Это до некоторой степени уравновешивает преувеличенные последствия вычисления IRR, относящиеся к долгосрочному движению денежных средств. Однако этот показатель приблизителен — в частности, не учитывает доходы по завершении срока окупаемости. Тем не менее он может стать хорошей проверкой. Так, помимо требования минимального уровня IRR, максимальный срок окупаемости, не превышающий определенное число лет, может считаться одним из критериев оценки новых инвестиций. Срок окупаемости у инвестиции E из таблицы составляет 3–4 года, а у инвестиции F — полных 5 лет.

#### § 4.4.4. IRR и различные сроки существования проектов

Еще одним следствием переоценки начального движения денежных средств в ходе вычисления IRR является то, что с его помощью нельзя сравнивать проекты с разными сроками существования. Это показано в табл. 4.7, где представлены денежные средства в двух проектах с одинаковым показателем IRR. Но очевидно, и это подтверждает вычисление NPV, что более длительный инвестиционный проект J предпочтительнее, чем проект G.

**Табл. 4.7.** IRR и разные сроки существования проекта

Год	Инвестиция G	Инвестиция J
0	-1000	-1000
1	200	145
2	200	145
3	200	145
4	200	145
5	200	145
6	200	145
7	200	145
8	200	145
9		145
10		145
11		145
12		145
13		145
14		145
15		145
<b>IRR</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
<b>NPV при 10%</b>	<b>67</b>	<b>105</b>

#### § 4.4.5. Единая дисконтная ставка

Использование единой дисконтной ставки или IRR для оценки инвестиций предполагает, что риски, связанные с проектом ГЧП, остаются неизменными на протяжении всего срока жизни проекта. В действительности это, конечно же, не так (см. § 7.3.2).

#### § 4.4.6. Денежные вложения и риск

Расчеты NPV и IRR основаны на том, что инвестируются только денежные средства. Эти расчеты не принимают во внимание риск, связанный с обязательствами инвестировать деньги в будущем (см. § 7.3.4), или необходимость хранения ресурсов для будущих инвестиций, а следовательно, соответствующие расходы (см. § 5.2.2). Это особенно касается ГЧП, в которых строительство, а значит, и вложения денег делятся несколько лет, вплоть до последних этапов проекта.

### § 4.5. Использование расчетов для ГЧП

Расчеты IRR и NPV по-разному применяются участниками ГЧП. Ниже следует краткая сводка и приводятся перекрестные ссылки на разделы книги, где они встречаются. Однако следует отметить одно общее положение: все эти расчеты предполагают оценку будущего движения денежных средств и являются верными лишь в том случае, если верна информация, используемая в них. Расчеты в финансовых моделях (см. § 10.2) часто кажутся точными, вплоть до одной десятой, но эта точность обманчива. Им не всегда можно доверять, поскольку исходная информация может отклоняться от действительности.

#### § 4.5.1. Расчеты, производимые государственными органами

Вычисления NPV используются:

- для принятия решения о проведении конкурса на реализацию проекта (см. § 5.2.3), в этом случае также можно выполнить расчет коэффициента окупаемости (форма IRR) (см. § 5.2.4);
- в компараторе государственного сектора (см. § 5.3);
- при оценке заявок на участие в проекте ГЧП (см. § 6.3.6).

#### § 4.5.2. Расчеты, производимые инвесторами

IRR проекта, то есть IRR денежных средств перед выплатой долгов или дохода от акций, можно использовать для оценки общей финансовой устойчивости проекта без учета его финансовой структуры (см. § 7.3.1). Однако основным методом измерения, к которому прибегают инвесторы, является IRR капитала, то есть IRR потока денежных средств от капитала (распределяемой прибыли) по сравнению с первоначальными вложениями (см. § 7.3.2). Этот показатель



обычно служит для обозначения уровня безубыточности инвестиций, то есть для оценки инвестиций — необходимой величины IRR капитала в процентах.

### § 4.5.3. Использование расчетов в соглашениях о ГЧП

Внутренняя норма рентабельности капитала применяется для:

- расчета первоначальной платы за услуги (см. § 10.7);
- пересмотра платы за услуги или определения размеров компенсации при изменениях экономической ситуации на протяжении срока действия соглашения о ГЧП (см. § 15.2);
- расчета дохода от рефинансирования (см. § 16.4.6);
- размера компенсации инвесторам за преждевременное прекращение соглашения ГЧП, для этого допустимо прибегнуть и к расчету NPV (§ 15.6).

IRR проекта тоже можно использовать для расчета оплаты в случае прекращения соглашения, вызванного невыполнением обязательств проектной компанией (см. § 15.5).

### § 4.5.4. Расчеты, производимые кредиторами

Кредиторы используют IRR проекта для вычисления нормы покрытия на весь срок кредита (см. § 10.6.3).

## Глава 5. **Принятие решений об инвестировании в государственном секторе**

### § 5.1. **Введение**

В этой главе описывается процесс принятия решений государственными органами об инвестировании в новую общественную инфраструктуру, в ходе чего определяется, насколько оправдано создание ГЧП. Существует множество различных способов измерения экономического обоснования инвестиций (§ 5.2). Они сами по себе не могут указать, что лучше: государственные закупки или ГЧП. Для принятия решения необходимо учесть дополнительные факторы:

- ЭРС — эффективность расходования средств (§ 5.3);
- приемлемую цену (§ 5.4);
- постановку на баланс государственного сектора (§ 5.5).

Спрос на финансирование проектов, реализуемых в государственном секторе, практически бесконечен, а ресурсы ограничены (даже при обращении к программе ГЧП). Решение о начале проекта основано на факторах, отличных от финансовых показателей; о них речь пойдет ниже.

### § 5.2. **Экономическое обоснование**

При принятии решения об экономической целесообразности инвестиций государственные органы:

- определяют доходы и расходы, связанные с проектом, а также его неявные последствия (§ 5.2.1);
- готовят анализ доходов и расходов (§ 5.2.2), его ключевым элементом является применение дисконтной ставки для определения будущих доходов и расходов (§ 5.2.3);
- рассчитывают экономическую отдачу от проекта (§ 5.2.4).

#### § 5.2.1. **Внешние эффекты**

Помимо долгосрочных финансовых преимуществ нового объекта по сравнению с существующим (например, расходы на содержание или то, что новый объект заменит несколько старых) или других преимуществ, которые можно оценить (экономия времени благодаря новой дороге), первоначальная оценка проектов также должна включать экономические и социальные преимущества или затраты. Иначе говоря — внешние эффекты, также известные как «эконо-

мия, или издержки, обусловленные внешними факторами». Внешние эффекты называют экономией, если они несут в себе преимущества, или издержками, если вызывают расходы. Они связаны с:

- экономическим развитием, то есть ростом стоимости земли и общей экономической активности;
- безопасностью или общественным здоровьем, например сокращением смертности в результате дорожных происшествий после завершения строительства новой трассы;
- влиянием на окружающую среду, например увеличением или сокращением уровня шума или загрязнения воздуха (см. § 14.5.4).

Внешние эффекты нельзя просто включить в счета потребителям услуг, поэтому в таких случаях необходимы субсидии государства (см. §13.4.3). На территории Европейского союза субсидии допускаются только при условии, что они не являются «государственной поддержкой», то есть не попадают в число таких исключений, как поддержка развивающихся регионов или помощь в реализации проектов, представляющих интерес для Европы в целом. Если случай признаётся таковым, то все субсидии подлежат возврату, а обеспечение гарантий ставится под сомнение. Европейская комиссия пересмотрела условия государственной поддержки ГЧП применительно к Лондонскому метро в 2002 году (см. список литературы). Общее заключение гласило: «Мы в принципе исходим из предположения, что любая поддержка со стороны государственного сектора может считаться равной рыночной стоимости реализации проекта. Эти выводы должны означать, что в принципе не предполагается использование государственной поддержки».

### § 5.2.2. Анализ доходов и расходов

Суммарные выгоды и очищенную величину внешних эффектов (экстерналий) необходимо сравнивать с расходами на объект. Они обеспечиваются за счет налогообложения, государственных займов или ГЧП — источник обеспечения здесь не имеет значения, поскольку экономический эффект от этого не зависит. Государственные органы должны использовать для этого NPV или IRR, с поправкой на разницу во времени между расходами и выгодами (доходами). Преимущества государственного проекта можно оценить с помощью исчисления NPV по формуле: NPV преимуществ проекта плюс NPV положительной величины экстерналий. Затраты рассчитываются следующим образом: NPV расходов на проект плюс NPV отрицательной величины экстерналий.

NPV этих величин вычисляется при помощи ставки дисконтирования государственного сектора (PSDR)<sup>1</sup>, о чем пойдет речь дальше. Как и в любой инвестиции, если величина общего IRR положительная, то такая инвестиция считается оправданной. Впрочем, как было сказано в § 4.4.1, проблема с прямолинейным подходом вычисления NPV в том, что при оценке затратный проект может выглядеть более привлекательным, поэтому необходимо провести ана-

<sup>1</sup> Public-Sector Discount Rate (англ.).

лиз доходов и расходов. Если преимущества не так легко измерить, как в социальной инфраструктуре, следует сравнивать лишь затраты по каждому варианту. Эта процедура известна под названием «анализ эффективности затрат».

С расчетами NPV для принятия решения об инвестировании связана еще одна проблема — влияние дисконтированной стоимости в далеком будущем (например, стоимость полной ликвидации АЭС или цена выкупа участка земли). Например, проект обойдется государству в 1 миллион долларов через 30 лет, тогда при использовании дисконтной ставки в 6% текущая стоимость проекта составляет 174 110 долларов, которая кажется незначительной относительно IRR в целом. Но через 30 лет миллион долларов еще надо найти, если только сегодня не отложить 174 000 долларов и не положить под проценты на 30 лет, чего не происходит. Таким образом, нынешнее поколение переносит недооцененное бремя на будущее при помощи расчета NPV для принятия инвестиционных решений в случаях, когда расходы достигают огромной величины к концу проекта. Более того, чем больше дисконтная ставка, тем сильнее недооценивается влияние этих расходов.

### § 5.2.3. Ставка дисконтирования государственного сектора

Трудно ответить на вопрос, что нужно принимать за PSDR, а ответы в разных странах сильно различаются. Важно не назначать слишком высокую ставку дисконтирования, поскольку итогом может стать недооценка преимуществ, получаемых лишь по прошествии значительного времени. Как следствие — отказ от рассмотрения вариантов долгосрочных капиталовложений в государственном секторе. Инвестиции в госсекторе обычно включают первоначальную отрицательную величину капитальных затрат, которые сменяются доходами на протяжении следующих лет. Значит, чем ниже PSDR, тем привлекательнее инвестиция. Удивительно, что в мире нет согласия относительно того, как определять PSDR.

Один вариант заключается в использовании ставки дисконтирования государственного сектора с нулевым риском, а затем внесении поправки на величину, соответствующую риску проекта. Делают это посредством:

- выравнивания риска до ставки, общей для всех государственных проектов (которая обычно применяется, когда государственный проект не сравнивается с частными проектами);
- стандартного выравнивания риска до ставки, общей для всех проектов в определенном секторе (как в Норвегии). Так, высокую PSDR можно было бы использовать при реализации дорожного проекта с высоким уровнем риска превышения стоимости строительных работ и неопределенности, связанной с изменением требований к использованию объекта;
- выравнивания ставки проекта, которая отражает риск, присущий только этому проекту (например, в Ирландии и Нидерландах).

Доводы в пользу общей PSDR состоят в том, что государство распределяет риски среди многих проектов, так что получается некая средняя величина, а не самый большой риск и не риск, связанный с конкретным проектом, который стоит принимать во внимание. Однако это означает, что проекты с высо-

ким риском, по идее менее привлекательные, будут восприниматься так же, как проекты с низким риском. Многие считают, что правильной PSDR не существует и, следовательно, лучший выход — дисконтные ставки и проверка.

Однако есть проблема, поскольку расходы на строительство возникают рано, так что даже высокая дисконтная ставка не компенсирует их, как и риск их превышения. Следовательно, альтернативный вариант — ставки без учета рисков для всех государственных инвестиций. И компенсация предполагаемых результатов проекта с использованием дисконтной ставки, которая учитывает риски. Так, при строительстве дороги расходы на реализацию проекта, операционные расходы и планируемую загрузку объекта необходимо компенсировать в соответствии с риском отсутствия ожидаемого результата (подробнее — в § 5.3). Поскольку ожидаемая величина доходов и расходов неопределенна, то имеет смысл учитывать возникновение рисков при использовании ставки без учета рисков и принимать решение, исходя из возможных результатов. Вероятно, есть некоторый смысл использовать ставку с учетом рисков и ставку без учета рисков, но в последнем случае нужна поправка на отдельные риски, чтобы разобраться в них, их происхождении и последствиях. Но обычно этого не делают.

В 2002 и 2004 годах в Великобритании провели исследование по выявлению разумной степени «необоснованного оптимизма», которая могла бы служить основой для приведения ожидаемых результатов в соответствие с риском, а завышенных ожиданий — с результатами проекта. Предположим, что имеет место превышение затрат по сравнению с первоначальными ожиданиями (см. § 2.6.1). Одна из причин, помимо плохого менеджмента, в том, что чиновники мотивированы на занижение возможных расходов, лишь бы их проекты получили одобрение. «Необоснованный оптимизм» при строительстве новых (стандартизированных) зданий составляет от 2 до 24%, при строительстве дорог — от 15 до 32%. Большой разброс показывает, как велика неопределенность в этой области. Приведенные цифры не отражают возможность исключения перерасхода при помощи соглашения с генеральным подрядчиком на проектирование и строительство — вместо привычной для государственных закупок схемы: проектирование — организация конкурса — строительство (см. § 2.6).

Другой вопрос, требующий рассмотрения: какую ставку без учета рисков следует использовать в качестве базовой для всех этих вычислений? Есть несколько вариантов, каждый из них нашел применение в разных странах:

- текущая рыночная ставка для государственных облигаций (как в Ирландии, Нидерландах и США);
- фиксированная ставка, основанная на среднестатистическом показателе для государственных облигаций;
- ставка, отражающая временные предпочтения (STPR)<sup>1</sup>, то есть процент, который частные инвесторы ожидают получить за отказ от текущего потребления в пользу будущего потребления (при условии, что данная сделка лишена рисков).

---

<sup>1</sup> Social Time Preference Rate (англ.).

STPR и долгосрочный среднестатистический показатель ставки для государственных облигаций должны быть одинаковыми, но проблема применения одной из них в том, что они могут сильно отличаться от текущих рыночных ставок, что искажает результаты вычислений. Особенно в случае привлечения займов от частных лиц, как это происходит в ГЧП. Специалисты во всем мире не пришли к единому мнению на этот счет. Так, в 2003 году в Великобритании STPR без риска уменьшили с 6% (реальная ставка, то есть без учета инфляции) до 3,5%. С того момента произошло значительное снижение процентных ставок, и даже реальная ставка в 3,5% теперь превышает ожидаемый инвесторами уровень дохода от инвестиций без риска и цену государственных займов.

Условность фиксированной STPR видна на примере изменений, сделанных правительством Норвегии в 2005 году. До того момента STPR была равна 3,5% плюс надбавка за присущий этой отрасли риск — 0,5–4,5%. Надбавка в 4,5% использовалась в дорожных проектах, что отражало высокий риск. В итоге дисконтная ставка равнялась 8%. С другой стороны, в Швеции общая ставка — 3%. При такой ситуации строительство моста между Швецией и Норвегией экономически оправдано лишь для шведской стороны. В 2005 году Норвегия снизила STPR до 2%, а величина надбавки за риск составила 2%. Статья об этом изменении опубликована в журнале *Nordic Road and Transport Research* и озаглавлена (похоже, не без иронии): «Норвежские дорожные проекты теперь стали прибыльными — правительство снижает дисконтную ставку».

#### § 5.2.4. Ставка доходности

Альтернатива расчетам NPV — экономическая ставка доходности (ERR)<sup>1</sup>, то есть расчет IRR, в котором используется та же экономическая информация. Она может не совпадать со ставкой доходности в финансовом выражении (FIRR)<sup>2</sup>, то есть непосредственной отдачей от проекта. При СДВФ отдача от инвестиций должна превышать уровень безубыточности (равный IRR) и схожий с STPR, чтобы инвестиции считались рентабельными. Но здесь, как мы видели выше, расчет IRR не лишен недостатков, особенно это касается недооценки выгоды от проекта в долгосрочном периоде. Следовательно, к этому показателю необходимо относиться осторожно, и в идеале его надо подкорректировать, заменив ставку реинвестирования на STPR при помощи расчета MIRR, чтобы он лучше отражал реальную ситуацию. Более того, выбор уровня безубыточности и расчет поправки на риск — задача столь же трудная, как и расчет NPV.

### § 5.3. Оценка эффективности расходования средств и компаратор государственного сектора

После того как государственные органы выяснили, что строительство нового объекта экономически целесообразно, каким образом они принимают решение о ГЧП? Этот вопрос включает два аспекта.

<sup>1</sup> Economic Rate of Return (англ.).

<sup>2</sup> Financial Rate of Return (англ.).

Насколько ЭРС проекта более привлекательна, чем аналогичный показатель при проведении государственных закупок?

Насколько способ реализации проекта ГЧП способствует высокой ЭРС?

Компаратор государственного сектора (КГС), также известный как ориентировочный показатель государственного сектора, отвечает на первый вопрос.

В основе КГС лежит предположение относительно возможной стоимости IRR, если бы ее можно было получить посредством государственных закупок, а затем сравнить с аналогичным показателем ГЧП. Последний можно узнать при помощи заявок на участие в конкурсе. Если стоимость IRR в ГЧП ниже величины КГС, то организация ГЧП считается оправданной. (Это не то же самое, что и традиционный анализ доходов и расходов, о котором говорилось выше, здесь сравниваются два набора проектных расходов.) Даже если государственные органы не вносят платежи, как в случае с концессией, потребительские тарифы показывают доход, который теряет государство, а значит, можно применять тот же метод анализа, что и в проектах PFI.

Но использование КГС ставит ряд проблем:

- как сделать затраты сравнимыми (§ 5.3.1);
- какую дисконтную ставку брать для проведения этого сравнения в переводе на IRR (§ 5.3.2);
- какие поправки необходимо внести, чтобы учесть перенос риска и другие различия между двумя типами государственных конкурсов (§ 5.3.3), включая налоги (§ 5.3.4).

При использовании последнего вида анализа нелегко получить величину КГС, которая выдержит детальное изучение, и лучше сконцентрироваться на верификации ОЭРС.

### § 5.3.1. Сравнение затрат

Трудно сравнивать затраты, связанные с КГС, и затраты на ГЧП, независимо от того, основываются они на первоначальных оценках или реальных коммерческих предложениях. Нельзя предполагать, что эти затраты одинаковы во всех случаях. Поскольку в ГЧП существует перенос риска в частный сектор, то затраты возрастут. Например, если субподрядчик в проекте ГЧП вынужден брать на себя дополнительный риск, то стоимость строительства возрастает с учетом этого риска (см. § 14.7.1). То есть нельзя использовать в КГС ту же самую величину затрат при отсутствии дополнительного риска. Возможности инноваций со стороны частного сектора следует рассматривать как выгоду от проекта ГЧП (см. § 2.9), но их нельзя предсказать и учесть при проведении первичной оценки — сравнения ГЧП и КГС.

Что касается операционных расходов, то подрядчики, содержащие и обслуживающие объект, станут поднимать цены в случае переноса рисков на них. А государственные органы будут закладывать в смету дополнительные затраты на организацию конкурса, переговоры и последующий контроль за работой проектной компании, в чем не было бы необходимости, если бы объектом управляли государственные служащие.

### § 5.3.2. Дисконтная ставка

Дисконтная ставка, применяемая в этих расчетах, также сильно влияет на результат. А если она будет одинаковой для КГС и ГЧП, включая оценку коммерческих предложений (см. § 6.3.6)? Предположим, STPR равняется 6% (с учетом инфляции), а стоимость заемного капитала (см. § 7.3.1) для типичного проекта ГЧП составляет, скажем, 8%. Если разница между ними в оценке переноса риска на частный сектор, то, чтобы сравнить их, логично использовать 6% STPR для КГС и 8% для ГЧП, допустив, что при идеальном варианте перенос риска в обоих случаях будет одинаковым. Но это, конечно, очень нестрогое допущение. (Налоговые выплаты, производимые ГЧП, также искажают картину.) Разница между дисконтными ставками в государственном и частном секторе ставит ряд вопросов, например при оценке продажи франшизы (см. § 13.3.6). Существуют и другие проблемы, связанные с этим подходом.

Использование высокой дисконтной ставки для дисконтирования расходов на ГЧП кажется нелогичным, поскольку чем она выше, тем рискованнее проект. Государственные органы больше рискуют при организации госзакупок, чем при организации ГЧП, что является аргументом в пользу дисконтирования расходов на ГЧП с более высокой, а не низкой ставкой.

Дисконтируемые денежные средства имеют разную природу. Расходы КГС включают высокие первоначальные капитальные затраты и низкие операционные расходы в долгосрочном периоде. А расходы на ГЧП — лишь более высокую плату за услуги, без первоначальных затрат. Поэтому стоимость NPV в ГЧП сильнее зависит от дисконтной ставки, чем аналогичный показатель у КГС. Выше мы говорили: если проект капиталоемкий, как в случае ГЧП, то дисконтные ставки сами по себе не учитывают риски, связанные с первоначальными капитальными затратами.

Поэтому альтернативные варианты отражают те же вопросы, что при обсуждении экономического обоснования (и здесь снова нет единого мнения среди специалистов разных стран), а именно:

- использовать ли единую, общую, типичную для этого сектора или проекта дисконтную ставку при оценке ГЧП и КГС, не делая в последнем случае поправок на перенос риска?
- использовать ли ту же самую дисконтную ставку без риска для ГЧП и КГС с поправкой в движении денежных средств в случае КГС, учитывая риск, как практикуют в Великобритании?
- использовать ли дисконтную ставку, отражающую капитальные затраты в частном секторе для ГЧП и КГС, и вновь внести поправку на риск, как это происходит в Австралии, в штате Виктория?

Независимо от величины дисконтной ставки, пока она не превышает собственные капитальные затраты в проектной компании (см. § 7.3.1), организация ГЧП обойдется дороже. Следовательно, поправка на перенос риска (и налогообложения) скорее потребуется в случае КГС для демонстрации ОЭРС: чем ниже дисконтная ставка ГЧП, тем больше нужны поправки. Поэтому опи-



санный выше подход, принятый в Австралии, предпочтительнее для ГЧП, чем тот, что практикуют в Великобритании.

### § 5.3.3. Поправки с учетом переноса риска

Если есть необходимость внести поправки к КГС с учетом переноса риска, то расчет КГС должен включать:

- NPV компаратора государственного сектора без учета поправок, то есть чистую дисконтированную стоимость, рассчитанную на основе прогноза движения денежных средств без учета рисков, которые государственные органы оставляют за собой;
- NPV рисков, перенесенных на проектную компанию в рамках ГЧП, которые в противном случае государственные органы оставили бы за собой, и их следует включить в затраты КГС;
- NPV рисков, которые государственные органы оставляют за собой;
- поправки с учетом разницы в налогообложении КГС и ГЧП (см. далее).

Существует очевидная связь с постановкой ГЧП на баланс государственного сектора и уровнем переноса риска. Расчет поправок с учетом переноса риска (тот же «необоснованный оптимизм») — зеркальное отражение постановки на баланс государственного сектора. То есть в основном учитываются риски, которые переносят на частный сектор, а не те, что остаются за государственным сектором посредством:

- определения всех релевантных рисков, которые переносятся на частный сектор (капитальные затраты, операционные расходы, риск недозагрузки и макроэкономические риски — см. табл. 14.1);
- соотнесения возможных расходов для каждого вида риска, если он остается за государственными органами (принимая во внимание «необоснованный оптимизм»);
- соотнесения вероятности возникновения каждого вида риска в процентах;
- умножения последствий расходов на уровень вероятности для получения стоимости риска;
- определения времени вероятного возникновения каждого риска;
- вычисления NPV стоимости риска на основе времени его вероятного возникновения;
- сложения полученного результата с КГС, поскольку эти риски остаются за государственным сектором в процессе государственных закупок.

Эти операции можно проделать в обратном направлении для оценки стоимости рисков, которые остаются за государственными органами. Но, в общем, это не так важно, поскольку те же самые риски, вероятно, остались бы за государственным по соглашению о ГЧП. Так что результат одинаков в обоих случаях.

Другую зону переноса риска в противоположном направлении, а именно свойственное ГЧП отсутствие гибкости, ведущее к увеличению расходов со стороны государственных органов (см. § 2.12), редко принимают в расчет при КГС. Правда, влияние этого трудно поддается количественному измерению (хотя,

возможно, его оценка не намного труднее, чем другие вычисления стоимости переноса риска), но это глобальная проблема, и ею нельзя пренебрегать.

Для КГС необходимо рассчитать ряд результатов с разной вероятностью рисков, а не одну величину NPV для переноса риска. В этом случае не существует «правильного» ответа, нельзя избежать субъективности, что показывают многочисленные поправки к «необоснованному оптимизму», вполне применимому здесь. Кроме того, есть сомнения: насколько такая оценка риска адекватно отражает реальное положение дел? (Кредиторы используют этот способ при анализе рисков — см. § 10.3.6/14.2.) Более того, если государственные органы выбирают между ГЧП и отказом от проекта, а не между ГЧП и проведением госзакупок, то они и их эксперты вынуждены под давлением этих обстоятельств манипулировать цифрами, чтобы «доказать», что расходы на КГС превышают расходы на ГЧП. Это давление совместно с субъективным характером процесса (хорошо скрытого в дебрях анализа вероятности) сильно подрывает доверие к КГС, использующему поправки с учетом риска, несмотря на логику лежащей в его основе теории.

#### § 5.3.4. Доходы от налогов

Расчет поправок для разных налоговых позиций ГЧП должен, по теории, быть более прямолинейным, поскольку это прежде всего вытекает из применения маржинального налога на чистый доход от проекта. Если в данном случае государственные органы не занимаются сбором налогов, то они упускают прямую выгоду для центрального правительства или местных органов власти, но с точки зрения экономики в целом разумно эту выгоду учитывать. Впрочем, не исключены расхождения между теорией и практикой налогообложения, это очень сильно зависит от структуры собственности проектной компании, от того, как она и ее инвесторы решают вопросы налогообложения. Например, если вместо доли в акционерном капитале использовать субординированный долг по отношению к акционерам, то проектная компания может практически полностью отказаться от уплаты налогов (см. § 7.3.3). Следовательно, весьма трудно делать обобщенные заключения о дополнительных преимуществах налогообложения, связанных с ГЧП, или сравнивать предложения участников конкурса.

#### § 5.3.5. Надежность КГС

Когда государственные органы или государственные аудиторы публикуют КГС с учетом рисков, то конечный результат может выглядеть как в табл. 5.1. NPV платы за услуги обычно выше, чем NPV расходов на государственные закупки, вследствие более высокой стоимости денег. Редко публикуют подробное обоснование поправок к КГС, которые его уравнивают, так что расчеты приходится принимать на веру. Отсюда следует, что опубликованные КГС с поправками на риск редко бывают убедительными, но, как сказано выше, КГС без учета рисков тоже не выполняет своей функции. В любом случае выбор дисконтной ставки для оценки КГС и ГЧП сильно влияет на итоги оценки.

Табл. 5.1. Расчет КГС

	КГС	ГЧП
NPV стоимости государственных закупок (включая капитальные затраты и операционные расходы)	900	
NPV платы за услуги		1000
NPV выравнивания риска	90	
NPV дополнительного налога	45	
Стоимость NPV с поправкой на риск	<b>1035</b>	<b>1000</b>

Надо ли раскрывать КГС участникам государственных закупок? Однозначного ответа нет. В одних странах придерживаются мнения, что его нельзя раскрывать поставщикам, потому что они будут ориентироваться на его цену и не станут делать более выгодные предложения. В других считают, что раскрытие КГС даст участникам закупок возможность правильно понять требования государства. По логике вещей, надо регулярно пересчитывать чистую дисконтированную стоимость ГЧП посредством государственных закупок и проводить сравнение с КГС, чтобы убедиться в выгодности ГЧП. КГС необходимо менять лишь при внесении значительных поправок, относящихся к масштабу или самому характеру проекта, или же при переоценке затрат и риска. (Хотя с последним возможны манипуляции, дабы получить «правильный» результат.) В Великобритании так было до 2004 года, и так дело обстоит в некоторых других странах, например в Австралии и Нидерландах, где применяется КГС. Он имеет ряд преимуществ — использование КГС на заключительном этапе переговоров может заставить поставщиков снизить цены.

Но на практике ближе к концу долгого государственного конкурса невозможно изменить на 180 градусов курс, основанный на вычислениях, теоретических по своей сути.

Итак, если и использовать КГС, то лучше всего на начальных этапах государственных закупок, когда он может повлиять на принятие решения. Как и происходит в Соединенном Королевстве. Впрочем, это говорит, что значения КГС и ГЧП основываются на расчетах первоначальных затрат, а не на коммерческих предложениях, которые еще труднее проверить. Особенно это касается поправок, связанных с «необоснованным оптимизмом», выглядящих в сравнении с КГС очень сомнительными, поскольку зачастую на ранних этапах реализации проекта ГЧП необоснованный оптимизм преобладает, а ближе к концу плата за услуги может стать намного выше (или загрузка объекта меньше), чем ожидалось (см. § 6.3.8).

При отсутствии КГС (государственные органы решили: ГЧП — единственный путь сооружения объекта) либо в случае, если КГС был рассчитан один раз на начальном этапе закупок, что дает государственным органам уверенность, что ГЧП — самое эффективное расходование средств? Ответ прост: наибольшая эффективность достигается при острой конкуренции между участниками закупок, а значит, процесс торгов должен поддерживать ее как можно дольше. Речь об этом пойдет в главе 6.

## § 5.4. Обоснованная стоимость

Оценка эффективности расходования средств (ОЭРС) важна для государственных органов, как и связанный с ней вопрос «обоснованной стоимости». Речь о том, могут ли они вносить плату за услуги (в случае PFI), поскольку госорганы, вероятно, уже подготовили бюджет, который нельзя превышать. В равной мере это относится к концессии, когда потребители платят за пользование объектом. Проще всего установить минимальную обоснованную стоимость на первый год эксплуатации, исходя из предположения, что плата за услуги с ней впоследствии сравнивается (см. § 13.3.2), и сопоставить с ней предложения участников торгов. Но необходимо соблюдать осторожность при индексации платы за услуги с учетом инфляции, чтобы убедиться в их соответствии ресурсам государственных органов в последующие годы (см. § 11.3.5).

Госорганы прежде всего должны провести консультации по расходам (см. § 6.7.3), финансированию (см. § 6.7.1) и использованию, дабы убедиться, что минимальная стоимость не превышена. Это станет фундаментом финансовой модели, которая покажет, как обосновать плату за услуги перед началом государственных закупок (см. § 10.2).

Если, несмотря на это, цена, предложенная участниками конкурса, превышает ожидаемую, а бюджет увеличить нельзя, то государственным органам придется пересмотреть проект. Например, уменьшить размеры, сократить платежи до обоснованного уровня. В этой ситуации необходимо обратить внимание на два момента:

- Если результаты торгов признаны неудовлетворительными, то определить победителя можно лишь по итогам дополнительного раунда — для реализации сокращенного варианта проекта. Переговоры с победителем торгов без конкретного проекта — неэффективное расходование средств (см. § 6.3.8).
- Не следует манипулировать платой за услуги, чрезмерно занижая ее в начале действия соглашения о ГЧП, чтобы сделать партнерство экономически обоснованным, а затем резко повышая (см. § 13.3.2). Такие «комбинации» особенно соблазнительны, когда в качестве фундамента для первичного определения уровня обоснованности используется плата за услуги на протяжении первого года эксплуатации объекта.

Как и в случае с КГС, государственным органам придется решить, стоит ли сразу предоставлять информацию о минимальной обоснованной стоимости, чтобы исключить нереальные предложения. Существует опасность, что участники торгов воспримут эту стоимость в качестве целевой и не предложат лучшую цену. Есть и прямо противоположный вариант: обнародовать минимальную обоснованную стоимость на последнем этапе переговоров, чтобы сбить цену.

## § 5.5. Постановка на баланс государственного сектора

Если приходится выбирать между реализацией проекта не за счет государственного бюджета и полным отказом от проекта, то, как сказано выше, выбор дела-

ется в пользу ГЧП. Далее необходимо определить метод финансирования проекта за счет государства.

Перспектива собственных норм бухгалтерской отчетности для ГЧП государством не приветствуется. Предпринимаются попытки установить в этом вопросе единообразие на основе разработанной в ООН системы национальных счетов — последняя редакция относится к 1993 году (см. список литературы). В Международном валютном фонде действует «Рабочая группа по гармонизации принципов бухгалтерского учета в государственном секторе», которая занимается «проблемой разграничения полномочий государства, государственного сектора, частного сектора» (см. список литературы). В рамках Европейского союза существует Евростат — работающее по согласованной методике Европейское статистическое управление, которое, в частности, решает, что следует или не следует учитывать в государственном бюджете. Правила, рекомендованные Евростатом для бухгалтерского учета в государственных учреждениях, основываются на системе национальных счетов, а значит, могут служить отправной точкой для изучения вопроса об отражении проектов ГЧП в государственном бюджете. (На рис. 5.1 изображено древо принятия решений, которое иллюстрирует методику Евростата.)

### § 5.5.1. Концессии

В отношении концессий Евростат занимает четкую позицию. Поскольку платежи (в форме субсидий или иных выплат — см. § 13.4.3) государственного сектора составляют менее 50% доходов от проекта, то соответствующий объект не находится на балансе государства. Но тут возникают вопросы о государственных гарантиях.

Что если госсектор предоставляет финансовые гарантии и гарантии дохода вместо финансирования или платежей для поддержания уровня дохода? Здесь требуется оценка риска вероятности исполнения гарантии и осуществления этого лишь за счет средств из государственного бюджета. Тогда может понадобиться увеличение государственной поддержки более чем до 50%. Это чревато появлением субъективных прогнозов относительно будущих событий.

Что если проектная компания принадлежит государству? То есть это концессионеры из государственного сектора. Правила Евростата допускают, чтобы активы компании не отражались в балансе государства, если она является «рыночной структурой», то есть государственным предприятием, действующим на рыночных началах, подчиняется тем же правилам в отношении субсидий и гарантий, что и частные компании, и не была создана для реализации определенного проекта. Понятно, что это оставляет много возможностей для «государственно-государственных партнерств» (см. § 17.2.2).

Евростат жертвует формой ради содержания, когда речь заходит о правиле 50%. Итак, вероятно, что правительство будет субсидировать отдельные потребности компании (например, рельсы и поезда). Хотя возможно и существование разных компаний (одни владеют железнодорожным полотном, другие — поездами), и тогда субсидии в сумме будут превышать 50%, а если рассматривать компании по отдельности, субсидии не превысят 50%.

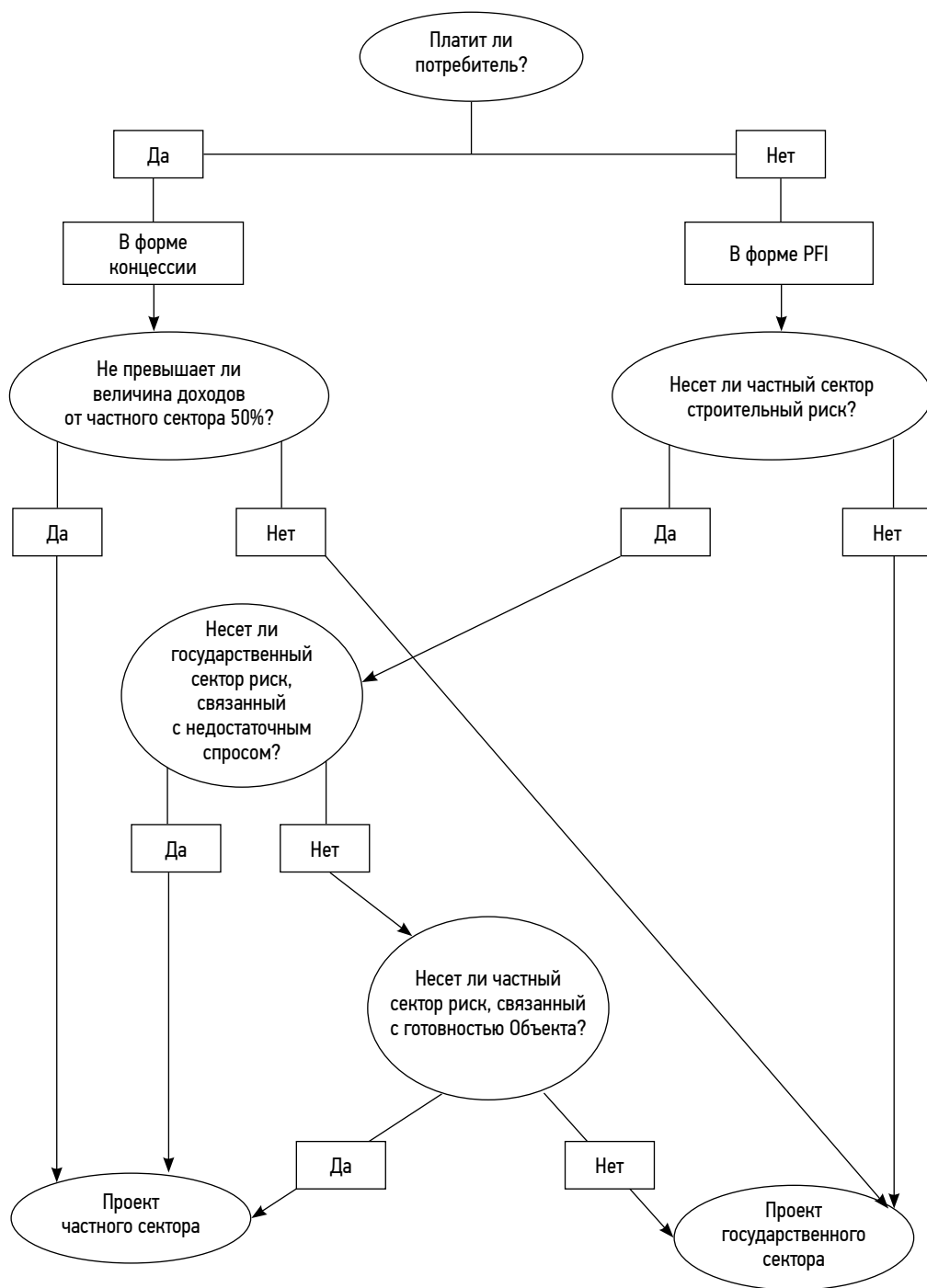


Рис. 5.1. Древо принятия решений для обработки балансовой ведомости Европейским статистическим управлением

### § 5.5.2. PFI-капитализируемая и оперативная аренда

Отношения PFI с балансом государственного сектора еще сложнее. Соглашение о ГЧП по типу PFI имеет много сходства с договором аренды (см. § 8.4.2). Аренда предполагает оплату за пользование активом. Если автомобиль сдают в аренду на день или два, то очевидно, что он — собственность компании, сдающей автомобилю в аренду. Следовательно, он должен оставаться на ее балансе. Но если авиакомпания берет в аренду самолет на 15 лет и вносит арендную плату на протяжении этого срока для покрытия капитальных затрат и расходов на финансирование, то это фактически то же самое, что заем на покупку самолета, а следовательно, самолет должен стоять на балансе арендатора, а не компании-арендодателя.

Поэтому стандарты бухгалтерского учета в отношении лизинга, как правило, концентрируются на степени переноса рисков, связанных с передачей собственности арендатору, который пользуется активом. То есть сосредоточены на разнице между собственностью в правовом смысле (принадлежащей арендодателю) и собственностью в экономическом смысле, отражающей реальную ситуацию. Итак, если величина арендных платежей является фиксированной и арендодатель несет незначительный диверсифицированный риск, например:

- NPV арендной платы покрывает большую часть стоимости актива, скажем, на 90% или более;
- арендатор оплачивает большую часть жизненного цикла актива, скажем, 75%;
- арендатор имеет право выкупа актива по номинальной стоимости, то арендатор является собственником в экономическом смысле слова.

Это называется «капитализируемой арендой» и обычно приравнивается к займу, а следовательно, отражается на балансе арендатора. Сумма, которая появляется в балансе заемщика, обычно представляет собой NPV будущих арендных платежей, дисконтированных с использованием эффективной ставки аренды.

С другой стороны, если арендатор — собственник в экономическом (и юридическом) смысле, то это называют «оперативной арендой», и актив остается на балансе арендодателя. Краткосрочная аренда, о которой речь шла выше, попадает в эту категорию. Оперативная аренда распространяется на оказание других услуг. Например, операционная «аренда с техническим обслуживанием» самолета может включать также аренду самолета вместе с услугами экипажа, стюардов и техническим обслуживанием. Большинство PFI не предполагают диверсифицированного риска (см. § 15.11), то есть часть платы за услуги, покрывающую капитальные затраты проекта, следует рассматривать в качестве капитализируемой аренды на балансе государственных органов (особенно если госсектор также является законным владельцем объекта).

Аргумент против — в соглашении о ГЧП другие риски берет на себя проектная компания, и этим PFI походит на оперативную аренду. Но, как мы увидим дальше, здесь нет достаточной ясности. Подходит ли здесь однозначное решение о постановке на баланс государственного сектора, раз ГЧП предпола-

гает сложную градацию переноса риска? Существуют более изощренные варианты — с одновременным отражением в балансах и государственного, и частного сектора.

Однако на стадии строительства принято считать, что правила бухгалтерского учета не требуют постановки объекта на баланс государственного сектора, даже если это капитализируемая аренда. Получается, что некоторые варианты ГЧП действуют лишь на этапе строительства, и затем объект переходит под контроль государственного сектора (см. § 17.3).

### § 5.5.3. PFI-решение, предложенное Евростатом

Решение, предложенное Евростатом, основано на уровне передачи риска. Так, в случае с PFI, когда объект не находится на балансе государственного сектора, Евростат требует переносить на частный сектор: а) строительный риск; б) риск неготовности объекта (то есть риск, связанный с эксплуатацией или неготовностью к оказанию услуг). Также это относится к риску, связанному с недостаточным спросом на услуги, что соответствует определению ГЧП, данному в этой книге (см. § 1.3). Четко разграничить это невозможно: проблема в том, что перенос риска — не простое дело, которое можно описать в двух словах; это подробно обсуждается в главе 14. По сути Евростат заявляет, что государственные органы должны переносить «большую часть» (не «все») рисков, когда:

- государство оплачивает значительную часть расходов на строительство независимо от хода строительных работ. Это, скорее всего, означает, что государственные органы взяли на себя строительный риск (см. § 13.3.5, 14.5.9);
- государственные органы имеют право делать вычеты из платежей за некачественное выполнение работ. Это, скорее всего, значит, что произошел перенос риска, связанного с эксплуатацией и оказанием услуг, на проектную компанию, даже если вычеты составляют сравнительно небольшую часть платы за услуги (см. § 13.5.2);
- государственные органы предоставляют гарантии (получения дохода или погашения долгов проектной компании), то же правило применяется к концессиям. Когда наступает необходимость выполнения гарантий, это не означает, что компания ставится на госбаланс.

Правила Евростата относительно проектной компании, находящейся в собственности государственного сектора, сходны с теми, что касаются концессии. Таким образом, для государственной компании существует возможность превратиться в ГЧП по типу PFI, которое не находится на балансе государственного сектора. Но это не относится к проектной компании, созданной лишь для финансирования определенного объекта.

Размытость границ чревата появлением такой финансовой структуры, которая соответствует лишь потребностям ведения учета в государственном секторе. У нее, вероятно, будет невысокая эффективность расходования государственных средств, поскольку ее существование связано с переносом какого-нибудь вымышленного риска, а частный сектор станет получать плату за риск, на самом деле отсутствующий. Не стоит забывать о подтексте, который



усложняет и без того непростой процесс оценки риска. А именно: если объект остается на балансе государства, то уровень переноса риска не соответствует реальному положению дел. Следовательно, ГЧП в плане эффективности расходования средств не несут госсектору ничего хорошего (см. § 5.3.3).

#### § 5.5.4. PFI-решение, предложенное Великобританией

Казначейство Великобритании разработало детализированное решение о постановке на государственный баланс предприятий по типу PFI. Оно основано на FRS5 — стандарте бухгалтерской отчетности для частных компаний, который соответствует более современным и широким правилам Евростата.

Предпочтение отдается содержанию, а не форме. Постановка на баланс происходит не по формальным признакам, а с учетом реального положения дел. Действие происходит в три этапа.

**Первый этап — делимость**, возможность разбивки платы за услуги: оплату по типу арендной на покрытие капитальных затрат и оплату услуг для покрытия операционных расходов. Все обстояло бы именно так, если бы платежи четко делились на две части. Тогда часть, связанная с капитальными затратами, находилась бы на балансе госсектора (кроме случаев значительного переноса диверсифицированного риска — см. § 15.11). Платежи государственных органов состоят из капитальных затрат и операционных расходов, и раз уж они определили первоначальный уровень платежей, то в дальнейшем не следует отклоняться от этой величины, если объект так и не поставят на баланс государственного сектора. Именно это стало причиной появления в Великобритании термина «Единая оплата» (или «Единый платеж») для обозначения платы за услуги в соглашении ГЧП по типу PFI. Название означает, что плата за услуги — неделимая величина. Несмотря на это, как мы увидим далее (см. § 12.4.8, 15.2.5), на практике плата за услуги варьируется в зависимости от стоимости ее отдельных элементов.

**Второй этап — перенос риска.** После предположения, что платежи госсектора неделимы, возникает вопрос: происходит ли значительный перенос риска в частный сектор или важные риски остаются у государственных органов? Например, такие:

- Собираются ли государственные органы платить по долгам проекта в случае дефолта (см. § 15.5.1)?
- Неужели заимствования столь велики, что кредиторы не должны нести никаких рисков?
- Решают ли государственные органы вопрос о том, как выполнять соглашение о PFI? (Поскольку это означает, что они берут на себя риск, связанный с невыполнением соглашения.) Это говорит в пользу требования, согласно которому в соглашении о ГЧП должны быть прописаны объемы выпуска товаров или услуг (см. § 1.3.2, 2.2).

Если на любой из этих вопросов дается положительный ответ, то вероятнее всего, что проект находится на балансе государственного сектора.

**Третий этап — количественная оценка риска.** Некоторые риски неизбежно должны оставаться за государственными органами (см. § 15.2.4). Следует провести их количественную оценку и рассчитать NPV. Если ее величина значительна по отношению к NPV всех расходов либо к рискам, которые берет на себя проектная компания, то разумно предположить, что полноценного переноса рисков не произошло и объект остается на балансе государственного сектора. Например, риск недоиспользования здания школы незначителен, и он остается за госсектором. С помощью такого метода можно увидеть сущность соглашения, и возникает вопрос о способе оценки передачи риска. То есть окончательное решение не всегда очевидно и во многом зависит от мнения специалистов по бухгалтерскому учету. В действительности оно столь же субъективно, как и описанный выше процесс подготовки КГС.

**Табл. 5.2.** Обязательства государственного сектора Великобритании по финансовой аренде

Государственные органы	Проекты	Объем финансовых средств (млн фунтов стерлингов)
Транспортное управление	Дороги со скрытыми платежами (× 11)	973
Транспортное управление Лондона	Лондонское метро (× 3)	858
Министерство обороны	Здания и техника (× 13)	658
МВД	Тюрьмы (× 12)	378
МИД	Правительственный центр связи	310
Казначейство	Офисное здание	152
Управление по налоговым и таможенным сборам	Офисное здание	187
Исполнительные власти Шотландии	Больницы (× 3)	207
Нет данных	Железнодорожная ветка к туннелю под Ла-Маншем	220
Другое		208
<b>Итого</b>		<b>4151</b>

*Источник:* Office for National Statistics (см. список литературы).

В реальности постановка проектов PFI на баланс государства решается в Великобритании неоднозначно, правительственные структуры, проводящие аудиторские проверки, имеют на этот счет разные мнения. Проекты центрального правительства по строительству больниц, дорог и т. д. (см. § 13.4.5) поставлены на баланс государства после подробного изучения вопроса о переносе рисков. Вместе с тем проекты строительства больниц в Англии (но не в Шотландии), как и большинство проектов местных органов власти, не поставлены

на госбаланс. Проекты PFI, которые считаются арендой активов и поэтому учитываются как государственные займы, приведены в табл. 5.2 (данные по состоянию на 2006 год). Их стоимость гораздо меньше 23 миллиардов — стоимости проектов PFI, которые были на балансе в тот момент (см. § 3.4.3).

Тому есть причины. Во-первых, проект PFI учитывается как государственные займы только после завершения строительства. Во-вторых, приведенные цифры являются величиной аренды активов, то есть NPV исключительно капитальной составляющей платы за услуги. (Проект строительства и реконструкции Лондонского метро также не входит в 23 миллиарда — см. примечание к табл. 3.2.) Кажется, сначала предполагалось, что ни один проект PFI не будет находиться на балансе государственного сектора. Но в какой-то момент в процессе конкурса, когда уже было поздно менять стратегию его проведения, или даже еще позже — мнение на этот счет изменилось. Дальнейшее расширение программы PFI ограничивается, поскольку преимущества постановки на госбаланс могут быть достигнуты с помощью других средств, создающих меньше проблем с точки зрения финансов (см. § 17.2.1, 17.3). Налицо сокращение проектов с участием центрального правительства.

Впрочем, эти проблемы актуальны лишь в тех странах, где действуют ограничения на инвестиции в общественную инфраструктуру. В том числе и как результат Маастрихтских соглашений для стран Европейского союза. В других странах, таких как ЮАР, государство ограничено в своих возможностях, поэтому финансирование посредством ГЧП — единственный способ развития проектов общественной инфраструктуры.

## Глава 6. Проведение государственных конкурсов и контроль исполнения соглашений

### § 6.1. Введение

В этой главе рассматриваются вопросы проведения конкурса и контроль реализации проекта ГЧП с точки зрения государственных органов (иногда их еще называют «Инициатором» проекта). В главе 7 тот же самый процесс описан с точки зрения инвесторов, а в последующих — с точки зрения кредиторов.

Срок реализации проекта ГЧП можно разделить на четыре этапа.

**Первичное обоснование.** Государственные органы рассматривают возможность организации госзакупок в их традиционной форме или государственного конкурса на создание ГЧП и решают, стоит ли вообще запускать проект на базе ГЧП (о чем речь шла в предыдущей главе). Чтобы проект получил одобрение в рамках самих государственных структур (либо центрального правительства, либо местных органов власти), проводят презентацию с учетом изложенных выше факторов. Ее называют «Анализом хозяйственной ситуации», анализ часто обнародуется. Потом государственным органам необходимо создать структуру, которая будет заниматься управлением и контролем за реализацией проекта (см. § 6.2).

**Этап проведения конкурса** — период, в течение которого:

- государственные органы размещают объявление о проведении конкурса, проводят его и выбирают победителя (см. § 6.3–6.4);
- создается целевая проектная компания (см. § 7.6), от ее имени ведутся переговоры и заключаются соглашения о ГЧП и различные соглашения с субподрядчиками на строительство, оказание услуг, снабжение или эксплуатацию объекта и т. д. Все это вместе называется «Проектными соглашениями» (см. § 6.5.2);
- завершается процесс комплексной юридической экспертизы государственными органами (§ 6.5);
- начинается продажа акций инвесторам (см. главу 7) и получение займов от кредиторов (см. главу 9).

«Государственный конкурс» в данном контексте означает, что государственные органы заключают соглашение с частной компанией, и его следует отличать от словосочетания «государственные закупки», которое означает проведение непосредственных закупок у частных компаний, а не посредством ГЧП (см. § 1.3.2).

Заключительная стадия государственного конкурса называется «Завершение оформления финансовых аспектов проекта» (либо «Момент завершения

финансовых аспектов проекта»), то есть урегулирование всех вопросов, условий проектных соглашений и финансирования (см. § 6.5.4). Можно начинать строительство объекта.

**Этап строительства.** Когда проект достигает «Завершения оформления финансовых аспектов», государственные органы начинают контролировать исполнение соглашения проектной компанией, а через нее — инвесторами, кредиторами и субподрядчиками (см. § 6.6). Во время этапа строительства средства, вложенные инвесторами и заимствованные у кредиторов, постепенно пускают в дело — на строительство. Расходование средств завершается после официальной приемки объекта, когда его признают готовым к использованию. Этот момент называется «Датой ввода объекта в строй» (или «Датой начала работы»).

**Этап эксплуатации** — период, в течение которого объект предоставляет услуги, определенные в соглашении о ГЧП, и получает денежные средства для обслуживания долга и выплаты дивидендов. На этом этапе государственные органы продолжают следить за исполнением договора.

На протяжении всех этапов государственные органы прибегают к услугам приглашенных консультантов (см. § 6.7).

## § 6.2. Управление проектом

Проведение конкурса предъявляет к госструктурам серьезные требования, их сотрудники могут и не иметь достаточного опыта организации масштабных проектов ГЧП. Государственным органам невыгодно держать штатных специалистов с опытом проведения конкурсов, и как только проект завершается, команда распускается. Организация конкурсов — не та область, где госслужащий быстро продвинется вверх по карьерной лестнице. И зачастую опыт, приобретенный в рамках одного проекта, трудно перенести на другие. Участие в ГЧП несомненно помогает совершенствованию государственных конкурсов (см. § 2.10), но на практике приобретенный опыт легко теряется. Поэтому роль центров экспертизы столь важна в государственном секторе (см. § 3.2).

Управление проектами — не предмет этой книги, но все же некоторые организационные вопросы, относящиеся к ГЧП (от организации конкурса и переговоров до окончательного оформления финансовых аспектов), мы вкратце рассмотрим.

### § 6.2.1. Команда проекта и методы руководства

Проекту требуется директор, и эти обязанности не так-то просто совмещать с работой госслужащего. Для подбора команды он должен иметь право привлекать специалистов из других подразделений: технического, финансового, юридического. Как сказано ниже (§ 6.7), приглашенные консультанты оказывают поддержку, но они не обязаны руководить проектом.

Если правительство учредило структуру, которая занимается вопросами ГЧП на местном или общегосударственном уровне, то кто-то из его членов может в дальнейшем оказывать ей поддержку. В 2005 году Национальное агентство Ирландии по финансированию строительства (см. § 3.2) кроме обычного кон-

сультирования занялось также проведением конкурсов от имени государства, то есть тем, от чего организации, ведающие вопросами ГЧП, всячески устраниются.

Директор проекта, скорее всего, находится в подчинении специальной комиссии по проекту или комитета из государственных служащих высокого ранга, возможно, и из политиков — все зависит от характера организации. Комиссия утверждает общий план конкурса и условия переговоров, а также следит за достижением поставленных целей. Чаще всего конкурсы критикуют за то, что нет ясности, кто и как принимает решения. Значит, директор проекта должен обладать полномочиями на переговоры с представителями частного сектора, а не обращаться каждый раз за консультациями в специальную комиссию. Хотя окончательное утверждение соглашения о ГЧП потребует участия руководителей государственных органов и других правительственных учреждений.

Директору необходимо обеспечить постоянную политическую поддержку проекта ГЧП (см. § 2.11).

Это вызывает необходимость установления отношений с «заинтересованными лицами», то есть потенциальными потребителями услуг данного объекта — к примеру, родителями и учителями строящейся школы. Если контакты не налажены должным образом, у проекта может появиться самая настоящая оппозиция. Или же впоследствии, когда заинтересованные лица начнут высказывать свои претензии, придется вносить дорогостоящие изменения.

### § 6.2.2. Обзор проекта

Проведение независимой экспертизы полезно на каждом ключевом этапе. Предпочтительно, чтобы это была комиссия центрального правительства или местных органов власти, чтобы она обладала опытом в сфере ГЧП, не ограниченным лишь сектором экономики. Экспертизу можно проводить (посредством изучения последовательных изменений, имевших место в хозяйственной ситуации) в период:

- принятия предварительного решения о выборе ГЧП (см. главу 5);
- официального объявления о проведении конкурса среди частных компаний (см. § 6.3.4);
- оценки предложений от участников конкурса (см. § 6.3.6);
- непосредственно предшествующий завершению оформления финансовых аспектов проекта, чтобы убедиться: предполагаемый итог означает для государства эффективное расходование средств.

Независимая аудиторская проверка также очень ценна, если она проводится по итогам конкурса на предмет его прозрачности и непредвзятости, а также для подтверждения истинности ОЭРС. Она полезна для извлечения уроков на будущее. Также важны постоянные проверки и оценка работы объекта с точки зрения достижения поставленных целей (например, расходов, услуг и переноса рисков), а также выявления непредвиденных результатов, чтобы использовать полученный опыт в дальнейшем.

## § 6.3. Процедура проведения конкурса

Конкурс находится в центре процессов, относящихся к ГЧП. Основной аргумент в пользу ГЧП — экономия средств по сравнению с проектами, которые реализует государство (см. § 2.6). Но если конкурс организован плохо, он может свести на нет преимущество партнерства.

Только конкуренция гарантирует государству эффективное расходование средств.

Проведение конкурса законодательно закреплено в большинстве стран, где существуют концессии и действует PFI. Конкурс обязателен там, где финансирование или гарантии предоставляют многосторонние банки, такие как Европейский инвестиционный банк (см. § 17.4.4). В этих случаях подача заявок осуществляется по определенным правилам. Законодательная база для проведения конкурсов — Соглашение о правительственных закупках (СПЗ), разработанное Всемирной торговой организацией (ВТО), оно подписано большинством развитых стран мира. Первое подписание — 1979 год, последняя поправка внесена в 1994 году. Его положения — основа подробно разработанных правил, которые прописаны в нормах Европейского союза для организации ГЧП в разных странах с разными подходами и разной законодательной базой.

### § 6.3.1. Процесс подачи заявок на конкурс

Соглашение о правительственных закупках (СПЗ), разработанное ВТО, выделяет три формы проведения торгов (конкурса).

**Открытый конкурс.** В нем могут принять участие все желающие.

**Закрытый конкурс.** В нем принимают участие только те, чьи заявки прошли предварительный отбор (см. § 6.3.3).

**Специализированный закрытый конкурс.** В нем принимают участие те, кого государственные органы посчитали нужным пригласить персонально (может включать или не включать этап предварительного отбора).

Специализированный закрытый конкурс едва ли подходит для выбора партнера по ГЧП, и поэтому мы не будем его больше упоминать. Примером применения Соглашения о правительственных закупках служит процедура проведения торгов в ЕС. До 2006 года законодательство ЕС разрешало три формы проведения тендера.

**Открытый конкурс.** Согласно положениям СПЗ, эта форма обычно не применяется в отношении ГЧП.

**Двухэтапный конкурс.** В этом случае государственный заказчик сначала проводит переговоры с участниками конкурса, чтобы сформулировать требования, а затем готовит документацию. В дальнейшем в нее могут вноситься уточнения, но после получения заявок конкурс считается завершенным. Заказчик принимает решение, исходя из поданных заявок, и процедура не предполагает дальнейших переговоров с участниками конкурса, которые должны будут подписать соглашение о ГЧП на условиях, указанных в их заявках. Такая процедура главным образом применяется при организации концессии, например

в Италии и Испании. Она занимает не так уж много времени, а значит, экономит средства участников конкурса. Ее также предпочитают проводить в тех странах (не только в Европе), где существует опасность коррупции.

**Договорная процедура.** Она применяется при сложных соглашениях, когда участники предлагают разные решения, а полную стоимость заявки нельзя определить заранее. Поэтому после подачи заявок требуются обстоятельные переговоры. Такое «уточнение» не должно, однако, превращаться в пересмотр первоначальных условий. (Эта процедура соответствует правилам СПЗ, которые разрешают переговоры.)

На деле, однако, договорная процедура вышла за рамки «уточнения», особенно это относится к программе PFI в Великобритании, к программам ГЧП в других странах, где PFI взята за образец (например, в Португалии). В таких случаях государственные органы часто выбирают победителя (его также называют привилегированным участником) после многоступенчатого конкурса. Например, есть три первичные заявки. После переговоров отбирают две. Их авторы подают «лучшие и окончательные предложения». За этим может последовать еще один этап, когда участники подают «самые последние и окончательные предложения». Затем — обстоятельные переговоры с победителем, которые завершаются подписанием соглашения о ГЧП. Эта процедура с незначительными изменениями используется в Великобритании до сих пор, несмотря на то что проекты PFI, такие как строительство школ, стали настолько однотипными, что рассуждения о сложности звучат не очень убедительно.

В 2006 году Европейский союз рекомендовал новую процедуру, чтобы перенять опыт Великобритании, а также потому, что в некоторых странах Европы, где действуют строгие законы о государственных закупках, существовали сомнения в открытости и прозрачности договорной процедуры.

**Конкурентные переговоры.** Они проводятся после завершения предварительного конкурса и отбора участников. Потом публикуются документы конкурса. Государственные органы продолжают обсуждение любых вопросов, что может привести к пересмотру требований, прежде чем участники наконец представят заявки. В этой процедуре предусмотрена возможность «уточнения» заявок даже после их подачи.

В общем, существует значительная разница между конкурсом по организации ГЧП с «подачей заявок в конверте», когда участники предлагают цену (а возможно, и проект), практически или совсем не ведут переговоров с госорганами после подачи заявок, — и выбором «Победителя конкурса», когда переговоры все-таки проводятся. Эти процедуры сильно различаются по длительности и средствам, затраченным на них. И, как сказано в § 6.3.8, конкурс, где допускаются переговоры после подачи заявок, очень трудно контролировать.

### § 6.3.2. Зондирование игроков на рынке

Независимо от выбора процедуры конкурса государственным органам необходимо подтвердить заключение о жизнеспособности проекта ГЧП, узнав, что думают на этот счет частные компании — главные игроки на рынке. Это



обычно происходит при помощи первичного зондирования рынка, путем обнародования концепции, лежащей в основе проекта. Государственные органы не должны отдавать предпочтения ни одному из игроков, вовлекая его в процесс зондирования. Иногда лучше провести открытое мероприятие. Параллельно, как сказано выше (см. § 6.2.1), необходимо привлечь заинтересованных лиц.

### § 6.3.3. Предварительный конкурс

Приглашение к конкурсу или призыв к выражению заинтересованности — первый официальный этап конкурса. Информация о проекте публикуется в официальных изданиях — в Европе это «Официальный журнал Европейского союза», в финансовых и отраслевых изданиях. Заинтересованные лица получают краткое описание проекта и требования к нему. Их приглашают подать заявки, где необходимо указать наличие:

- технических возможностей для реализации проекта (непосредственно или с помощью определенных субподрядчиков);
- опыта и примеров реализации сходных проектов;
- достаточных средств для реализации проекта (см. § 14.6.2).

Участники, не отвечающие минимальным требованиям, отсеиваются на этом этапе. Решение, прошел ли игрок отбор, бывает весьма субъективным, поскольку критерии субъективны.

Процедура может включать короткий список участников (обычно трех или четырех), если это допускают соответствующие правила. (Правила Всемирного банка запрещают.) Процедуру желательно проводить, если участников очень много, а шансы на победу малы для неперспективных игроков и нет смысла тратить время и деньги. Конечно, чем меньше участников, тем проще.

### § 6.3.4. Тендерная документация

Существует несколько терминов для обозначения пакета документов, их выбор зависит от процедуры конкурса.

- **Закрытый конкурс** включает уведомление о тендере, приглашение к участию в торгах или объявление о принятии предложений.
- **Договорная процедура** включает приглашение к переговорам или проектное задание.
- **Конкурентные переговоры** включают приглашение к конкурентным переговорам.

В основном содержание документов одно и то же, различия касаются переговоров с участниками, процедур. Тендерная документация сопровождается пакетом информации, включающим:

- общую нормативную и политическую информацию;
- цель проекта;
- требования к оказанию услуг;

- помощь, которую государственные органы готовы оказать, — финансовую (см. § 13.4.3) или, например, посредством строительства подъездной дороги (см. § 14.5.7);
- информацию о рынке, например плотность транспортного потока для ГЧП, в котором риск переносится на частный сектор;
- образец соглашения о ГЧП, положения о переносе риска, технические характеристики объекта и предполагаемый расчет стоимости проекта (см. § 3.3);
- программу посещений площадки, встреч, связанных с проведением конкурса, и процедуру внесения уточнений;
- требуемую форму подачи заявок;
- дату завершения подачи заявок;
- критерии оценки заявок (см. § 6.3.6);
- подробный график проекта.

Заявка на участие в конкурсе чаще всего должна содержать информацию по таким вопросам (поскольку их не раскрыли ранее), как:

- предполагаемая технология и проект;
- график строительства;
- порядок оказания и качество услуг;
- информация о субподрядах и субподрядчиках;
- структура управления на этапе строительства и оказания услуг или эксплуатации;
- меры по обеспечению качества и безопасности;
- рентабельность (предполагаемый транспортный поток или уровень спроса для концессии);
- вопросы страхования;
- стоимость проекта (см. § 10.2);
- структура и стратегия финансирования (см. § 9.3.3);
- уточнения или предложенные изменения в образец соглашения о ГЧП;
- предложение о величине платы за услуги.

### § 6.3.5. Общение с участниками конкурса

Какой бы ни была процедура, все участники должны иметь одинаковый доступ к соответствующей информации, например путем:

- встреч участников конкурса с представителями государственных органов и посещения площадки. Эти мероприятия помогут раскрыть проблемы реализации проекта;
- подготовки распечаток для всех с ответами на вопросы или проблемы, поставленные одним из участников, без отметки, кто поднял их.

Участникам следует указать контактное лицо в государственных органах и пресекать иные контакты с представителями организации. Консультации могут привести к изменениям в требованиях, в этом случае время проведения конкурса также следует изменить, чтобы дать участникам возможность внести в заявки соответствующие поправки. С другой стороны, необходимо уважать

право участника на сохранение коммерческой тайны, например при наличии различных решений по реализации проекта.

### § 6.3.6. Рассмотрение заявок

Требуется выбрать метод сравнения заявок, участники должны четко понимать, что необходимо сделать, чтобы подать наилучшую заявку. Существует несколько методов сравнения.

**Сравнение цен.** Если заявки содержат практически одинаковую информацию, то окончательное решение можно принять, сравнив стоимость платы за услуги, хотя, возможно, потребуется дисконтирование будущих платежей и их последующее сравнение с NPV, чтобы сравнивать сопоставимые параметры. Выбор величины дисконтной ставки, очевидно, повлияет на результат (см. § 5.3.2).

И все-таки обычным сравнением дело может не ограничиться: потребуются корректировки с учетом цены, изменений в условиях, вариантов переноса риска, заявок с завышенной оценкой будущих результатов проекта в реальном и финансовом выражении.

Этот метод применим в полностью предсказуемом закрытом тендере на строительство перерабатывающего предприятия или, скажем, концессии на строительство дороги, когда все прочие вопросы решаются до начала конкурса. Но вряд ли он может быть единственным для проекта, где задействована более сложная схема оплаты, как в PFI (см. § 13.5). Даже при изучении лишь цены, что в принципе кажется делом простым, возникает сложная задача соотношения цены и эксплуатационной гибкости объекта, особенно когда низкая первоначальная стоимость — результат финансового структурирования (см. § 11.3.4).

**Выбор срока действия соглашения.** Альтернативный метод, особенно актуальный для концессий, — указать величину платы за услуги и попросить участников предлагать свои сроки действия соглашения о ГЧП (см. § 13.3.4). Очевидно, выиграет тот, кто назовет кратчайший (см. § 13.3.1).

Варианты метода — оставить срок действия соглашения неопределенным и прекратить действие соглашения:

- когда будет достигнута предусмотренная участниками норма прибыли, в этом случае побеждает заявка с самой низкой нормой прибыли;
- при достижении чистой дисконтированной стоимости (NPV) доходов, указанной участниками, побеждает заявка с самой низкой NPV (см. § 13.4.4).

Использование этих методов поднимает сходные проблемы относительно простого сравнения цен.

**Величина государственных субсидий.** Некоторые тендеры связаны не с определением цены за оказание услуг, а с величиной государственных субсидий. Этот метод уместен при подаче заявок на организацию концессии, в которой, как известно, плата за услуги не покрывает расходов на реализацию проекта (см. § 13.4.3). С другой стороны, заявки могут предполагать, что платежи делают участники, а не государственные органы (см. § 13.3.6).

**«Наиболее выгодная» заявка.** Это более сложная система. Она основана на оценке заявки с разных сторон — очки начисляются за проектирование, скорость строительства, надежность, качество услуг, оценку риска (то есть перенос риска на частный сектор) и другие характеристики, важные для государственных органов наряду с ценой. Все это вместе взятое и делает заявку «наиболее выгодной» для реализации проекта. Значимость факторов необходимо определить в уведомлении о тендере или приглашении к переговорам. При этом неизбежна субъективность оценки в обоих случаях: в том, как эти факторы сравнивают между собой и как происходит сравнение разных аспектов одного и того же фактора, когда речь идет не о финансовой стороне вопроса. Значимость того или иного фактора, очевидно, зависит от специфики проекта. Например, если все участники склонны прибегать к одному и тому же проекту или техническому решению, то значимость платы за услуги будет равняться 70%, но если важны инновации, то 70% будет равняться их значимость.

На предварительном этапе следует отсеять тех участников, к которым возникли вопросы относительно финансовых возможностей, технологии или способности реализовать проект. Подробный план финансирования требует изучения (см. § 6.5.3), а в заявках должны использоваться одни и те же финансовые показатели (например, базовая процентная ставка и уровень инфляции — см. главу 11). Также потребуются подробное обоснование строительства и эксплуатации объекта, включая список субподрядчиков (см. § 6.5.2).

### § 6.3.7. Рентабельность

Всегда стоит подумать: имеют ли предложения участников смысл с точки зрения рентабельности? Если заявка победит, будет ли проект выгодным для всех: инвесторов, субподрядчиков, государства и конечных потребителей? Соглашения, которые приносят несоизмеримую выгоду одной из сторон, нежизнеспособны, поскольку тот, чьи интересы ущемлены, воспользуется любой законной возможностью, чтобы освободиться от чрезмерно тяжелых обязательств.

Если цена, указанная в заявке, намного ниже первоначальных оценок государственных органов (см. § 10.2), это значит, что участник или субподрядчик где-то допустил ошибку.

Сотрудники госорганов могут думать, что ошибка в расчетах стоимости — проблема участника. Но основная цель создания ГЧП — оказание коммунальных услуг. И если проектная компания или нанятый ею субподрядчик не могут заработать достаточно, чтобы оправдать проведение работ, то достижение цели находится под угрозой. Если проектная компания не выполняет свои обязательства, то госорганы могут разорвать соглашение о ГЧП (см. § 15.5), но это, скорее всего, потребует дополнительных затрат и вряд ли приведет к оказанию услуг таким образом, как было первоначально запланировано.

### § 6.3.8. Переговоры по завершении конкурса

Переговоры по завершении конкурса, после того как выбран победитель, не должны превращаться в двухэтапный конкурс, даже если это не запрещено

договорной процедурой. Они могут затянуться на очень долгое время. Причиной задержек (а также необходимости проводить переговоры перед началом конкурса) являются:

- неготовность госорганов к началу конкурса, часто связанная с политическим давлением при проталкивании заявки. Это выливается в непродуманные требования или непродуманный проект соглашения о ГЧП, что вынуждает госорганы снова обсуждать условия под видом «уточнений»;
- государственные органы меняют требования к участникам после начала конкурса, что может быть связано с проблемами доступности по цене;
- плохое управление программой со стороны госорганов и неспособность продвигать проект;
- трехсторонние соглашения с кредиторами при условии, что госорганы или проектная компания не получили от них гарантии финансирования (см. § 9.3.3);
- проблемы экологии, планирования или иные, связанные с площадкой и не решенные до начала конкурса (см. § 14.5);
- проблемы комплексной юридической проверки со стороны госорганов (см. § 6.5), кредиторов (см. § 9.3.4) или других сторон, например субподрядчиков.

Любое значительное увеличение срока между выбором победителя конкурса и завершением оформления финансовых аспектов проекта почти неизбежно ведет к росту расходов, а следовательно, платы за услуги. Цена соглашения с субподрядчиком на проведение строительных работ зависит от начала работ к определенному сроку и от уровня инфляции или подлежит полному пересмотру при несоблюдении сроков. Хуже того, эти проблемы бывают поводом для увеличения расходов, связанных с другими аспектами соглашения о ГЧП или обратного переноса риска в интересах победителя конкурса (такая ситуация называется «затягивание сделки»), даже если значительные изменения в условиях могут быть оспорены проигравшими участниками (см. § 6.4.6).

Чем дольше идут переговоры по завершении конкурса, тем хуже положение государственных органов. При отсутствии конкурентной борьбы между участниками победитель конкурса оказывается монополистом. Даже если теоретически госорганы могут возобновить переговоры с другими участниками, на практике это бывает редко, в особенности потому, что проигравшая команда перебрасывается на другую работу. Государственные органы, которые к тому моменту уже привязаны к реализации проекта, не могут бросить все и начать все заново, не создав значительных политических проблем. Заявление, будто проекты ГЧП не предполагают перерасхода средств (см. § 2.6.1), выглядит сомнительным, если затягивание сделки ведет к росту расходов или сокращению масштабов проекта, что имеет один итог. Время и силы, потраченные на подготовку к тендеру, редко пропадают зря. Поэтому стоит внимательней присмотреться к двухэтапному конкурсу, его успех зависит от подготовки. Но и в этом случае нельзя затягивать сделку после проведения тендера.

Даже если долгие переговоры выгодны участникам, длительный и сложный процесс подготовки вызывает у них беспокойство из-за роста расходов (см. § 7.4).

### § 6.3.9. Присуждение контракта

Честность и прозрачность очень важны для проведения конкурса. Если участники не понимают процедуру или не доверяют ей, не верят в честную конкуренцию, то хорошего результата ждать не приходится. Поэтому необходимо полное и подробное описание критериев оценки и объяснение, почему победил именно этот участник (на самом деле часто того требует законодательство). Обычно проигравший получает краткое разъяснение.

## § 6.4. Другие проблемы, связанные с проведением конкурса

### § 6.4.1. Гарантия финансирования

В § 9.3.3 обсуждается необходимость гарантий финансирования со стороны кредиторов при подаче заявок, в § 9.3.4 — финансовая надежность кредиторов.

### § 6.4.2. Заявки, не соответствующие условиям конкурса

Возможно, требование к подаче заявок не должно быть слишком подробным, поскольку в этом случае участники могут предлагать свои решения по строительству объекта, и не исключено — более предпочтительные. Это связано с доводом в пользу ГЧП, в основу которого положена идея о «частных инновациях» (см. § 2.9.5).

Стандартная процедура конкурса предполагает, что участники подают по крайней мере одну заявку, которая соответствует требованиям, указанным в уведомлении о тендере или приглашении к переговорам, но могут предлагать и альтернативные варианты, которые не соответствуют указанным требованиям. Госорганы, в свою очередь, могут выбрать нестандартную заявку, если в ней предложено лучшее решение.

### § 6.4.3. Изменения в составе участников

После предварительного отбора кто-то может отказаться от дальнейшего участия, и на конкурс допустят нового участника. Другие конкурсанты могут возражать против этого, и лучше не исключать вероятность таких ситуаций, оставив некоторую свободу действий. Альтернатива — изменения в консорциуме только после выбора победителя. Впрочем, в некоторых странах, например в Германии, это попросту запрещено. Очевидно, что один и тот же претендент имеет право участвовать лишь в одном конкурсе, иначе это приведет к утечке информации или конфликтам между участниками разных конкурсов.

### § 6.4.4. Внесение залога

Иногда участники конкурса должны вносить залог в качестве гарантии, что они готовы выполнить условия своей заявки. Залог возвращается после

подписания соглашения или с началом строительства. Его величина бывает значительной в абсолютном выражении (например, достигать 1–2% от стоимости проекта). Залог решает проблему «отказа от заключения соглашения». Она возникает, когда участник подает заявку, которую не в состоянии выполнить — не хватает средств или надеется улучшить свое положение за счет победы в конкурсе.

#### § 6.4.5. Возмещение расходов на участие в конкурсе

Естественным следствием залога является соглашение с государственными органами, по которому последние обязуются компенсировать, возможно до определенной степени, расходы участникам при прекращении конкурса на любом этапе. Проигравшие могут даже получить некоторую компенсацию в любом случае — это делается для поддержания конкуренции или в качестве страховки их обязательств по финансированию (см. § 9.3.3).

#### § 6.4.6. Возможные проблемы

Несоблюдение требований законодательства по проведению тендеров может привести к пересмотру итогов в судебном порядке. Это станет проблемой лишь для госорганов, если по закону положена выплата денежной компенсации. Но отмена соглашения чревата серьезными последствиями и для частного сектора, и для самого проекта.

#### § 6.4.7. Предложения, сделанные без объявления конкурса

Вразрез с общепринятой процедурой проведения тендеров идут предложения организовать ГЧП, поданные без объявления конкурса. Если госорганы увидят в них инновации (см. § 2.9.5), то их стоит поощрять. Но когда госорганы просто ищут идеи, а затем объявляют открытый конкурс, то частная компания лишается мотивации. В этом случае трудно поддерживать баланс. Если отдавать явное предпочтение инновационной инициативе, то не будет конкуренции и есть риск завышения стоимости проекта.

Можно попытаться сохранить баланс, опубликовав подробную информацию о таком предложении вместе с приглашением принять участие в этом необъявленном конкурсе. Если другие предложения окажутся более выгодными, то первой компании надо дать право на соответствующую корректировку. Либо первая компания получит дополнительные очки при оценке предложений (например, по корейским законам, дополнительные очки могут достигать 10%). Однако мотивация в этом случае все же будет далека от идеальной, а значит, к предложениям, поданным без объявления конкурса, следует относиться с большой осторожностью. Согласно корейским законам, подобные предложения могут относиться только к концессиям, но не к PFI. Наверное, потому что последние не требуют непосредственного финансирования за счет государственного бюджета.

## § 6.5. Комплексная юридическая оценка

Государственным органам необходимо провести комплексную юридическую проверку, то есть подробно изучить соглашения на предмет соответствия целям проекта и способности обеспечить его всем необходимым для успешной реализации. Также надо убедиться, что их положения не предполагают принятие государственными органами обременительных обязательств (§ 6.5.1), соглашений с субподрядчиками (§ 6.5.2), финансовых документов (§ 6.5.3) и страхования (§ 6.7.4) до завершения оформления финансовых аспектов проекта (§ 6.5.4).

В идеале проверка должна завершаться на этапе оценки заявок, но она может частично выйти за его рамки, то есть закончиться после объявления победителя конкурса (см. § 6.3.8). Аналогичную проверку проводят кредиторы (см. § 9.3.4) и другие участники соглашений, например субподрядчики.

### § 6.5.1. Проектные решения

Предложения с проектными решениями на этапе подачи заявок обычно носят концептуальный характер и чаще всего претерпевают существенные изменения в ходе переговоров. Даже в этом случае создание подробного проекта завершается после оформления финансовых аспектов. Проектирование, таким образом, является процессом, в котором комплексная юридическая проверка продолжается и после оформления финансовых аспектов, о чем более подробно речь пойдет в § 6.6.1.

### § 6.5.2. Соглашения о субподряде

На этапе предварительного отбора основных субподрядчиков, нанимаемых, например, для строительства, эксплуатации, содержания или обслуживания объекта, они с учетом их финансового состояния и технических возможностей должны получить одобрение государственных органов. Поэтому повторно вопросы их проверки необходимо поднимать только при каких-то значительных изменениях. Но все же надо подробно изучить следующие моменты:

- расходы и планы, связанные с этими соглашениями, — чтобы убедиться в их соответствии требованиям соглашения о ГЧП;
- положения соглашений на предмет явных расхождений с обязательствами проектной компании. Например, величина заранее оцененных убытков от задержек в соглашениях о субподряде (а также предоставляемых в этих случаях гарантий) должна соответствовать обязательствам проектной компании в случае задержек завершения объекта (см. § 13.3.4).

Государственные органы могут заключить новые соглашения с субподрядами, если к ним переходит управление объектом, или действие соглашения о ГЧП прекращается в результате невыполнения проектной компанией ее обязательств (см. § 15.4.1). Тогда данные положения требуется «забронировать», хотя в первую очередь надо обеспечить права кредиторов. К тому же госорганам необхо-



димо убедиться, что соглашения о субподряде, которые напрямую затрагивают выполнение ими собственных обязательств (например, речь о платежах, связанных с прекращением действия соглашения о ГЧП, — см. § 15.9), являются для них приемлемыми и их невозможно изменить без согласия государственных органов.

### § 6.5.3. Финансирование

Если строго следовать логике, то участник конкурса несет ответственность за финансирование, а значит, государственным органам не надо об этом беспокоиться. На практике государству отстраниться трудно, поскольку кредиторы сами могут провести комплексную юридическую проверку (см. § 9.3.4) и поднять вопросы, которые захотят обсудить непосредственно с госорганами. Этого надо избегать сразу. Скорее всего, участники конкурса, не добившись ничего в ходе переговоров, пытаются наверстать упущенное, заходя уже с фланга; от их имени выступают кредиторы.

Государственным органам следует изучить все аспекты финансирования с помощью комплексной юридической проверки. Бессмысленно объявлять победителем того, у кого нет реалистичного плана финансирования. Необходимо разбираться в подробностях финансовой схемы соглашения о ГЧП в целом: в структуре оплаты (см. § 13.2), ее гибкости в долгосрочной перспективе и стоимости досрочного расторжения соглашения о ГЧП (см. § 15.5–15.10), с учетом всех возможных финансовых потерь и страхования от них (см. главу 11). Следует также учитывать и мнение кредиторов о переносе риска (см. § 14.2). Особое внимание надо уделить требованиям кредиторов к страхованию, включая создание резервных счетов (см. § 12.2.4). В интересах государства вносить предложения по совершенствованию финансового плана на начальном этапе переговоров и, если это возможно, по сокращению платы за услуги. При проведении конкурса на определение источника финансирования (см. § 16.2) участие госорганов имеет важное значение.

Именно поэтому им потребуется финансовый консультант (см. § 6.7.1).

### § 6.5.4. Завершение оформления финансовых аспектов проекта

Для завершения оформления финансовых аспектов проекта по закону требуется множество документов, которые при неправильном оформлении могут серьезно задержать начало строительства. Управлять этим процессом победитель конкурса способен только при поддержке государственных органов. Например, сбор документов и проверка их перед подписанием соглашения о ГЧП, чтобы далее без перерывов шло оформление финансовых аспектов. Предварительная проверка также поможет избежать неожиданностей, например вопросов кредиторов после подписания соглашения о займе.

Зачастую происходящее напоминает замкнутый круг. К примеру, соглашение о ГЧП не вступает в силу до тех пор, пока нельзя брать займы, а займы нельзя брать, пока соглашение о ГЧП не вступит в законную силу.

Возможно промежуточное «Завершение оформления» (его еще называют «Завершением оформления соглашения»), когда проектное соглашение уже подписано, но остаются неразрешенными финансовые вопросы или невыполненными некоторые условия, и политикам необходимо сделать официальное заявление о заключении сделки.

## § 6.6. Контроль за исполнением соглашения

После оформления финансовых аспектов проекта в дело вступает команда специалистов из государственных органов по контролю за исполнением соглашения. Она должна четко координировать работу с группой, которая управляет проектом (см. § 6.2.1). Если в ней нет специалистов по контролю за исполнением соглашения, их следует привлекать на заключительной стадии ведения переговоров.

Передача полномочий от команды проект-менеджеров к тем, кто регулирует исполнение соглашения, предполагает и такой важный момент, как создание руководства по проекту, составленного его менеджерами, где разобраны ключевые понятия договора о ГЧП и аспекты, требующие особого внимания.

В идеале после подписания соглашения о ГЧП его можно просто отложить и сосредоточиться на работе, но не все так просто. Лучший способ добиться долгосрочного успеха проекта ГЧП — взаимное сотрудничество, а не односторонний поиск материальной выгоды за счет «партнерства».

### § 6.6.1. Проектное решение

После оформления финансовых аспектов деталями (с необходимой инженерной проработкой) занимается проектная компания (см. § 6.5.1). (Дальнейшие комментарии относительно проекта в § 14.7.3.) Если государственные органы определили требуемую производительность объекта, то проектная компания может столкнуться с тем, что детально разработанный проект не будет ей удовлетворять. Поэтому вполне естественно, что госорганы имеют право на изучение подобного проекта и мнение о нем. Но это не предполагает одобрения или подписания документации, поскольку тогда риск и ответственность за ошибки, допущенные при проектировании, ляжет на государство. Если на данном этапе стороны не придут к соглашению, то понадобится вмешательство независимого арбитра.

Государственные органы должны иметь возможность вносить в проект небольшие изменения, которые существенно не повлияют на стоимость и не будут препятствовать оказанию услуг.

### § 6.6.2. Субподрядчики

Государственным органам, привыкшим определять требования и проводить закупки, нелегко отстраниться и передать эти функции проектной компании, которая будет делать это по их поручению. Но полную ответственность

за выбор субподрядчиков несет проектная компания — это важный элемент ГЧП, государство не имеет права вмешиваться в их отношения. Взаимодействие госорганов с субподрядчиками должно происходить только через проектную компанию и основываться на тех же принципах, что и работа с проектным решением.

Параллельно на этапе предварительного отбора происходит одобрение кандидатур главных субподрядчиков. И государственные органы на законных основаниях могут в некоторой степени влиять на мнение и выбор проектной компании (см. § 13.5.3). Следовательно, они получают в разумных пределах право на согласование кандидатур субподрядчиков в случае их замены, исходя из технических и финансовых возможностей последних. Обычно государственные органы не могут контролировать изменения в соглашениях о субподряде за рядом исключений:

- если они связаны с изменениями в самом соглашении о ГЧП (см. § 15.2.3);
- если они касаются согласованных положений, напрямую затрагивающих риски или обязательства, которые принимают на себя государственные органы (см. § 6.5.2).

Поводом для известного успокоения служит то, что кредиторы способны оказывать куда большее влияние — это часть их страховки (см. § 12.3.1). Ведь интересы кредиторов в данном случае практически полностью совпадают с интересами государства.

### § 6.6.3. Надзор за ходом строительных работ

Государственные органы осуществляют надзор за ходом строительных работ в том же объеме, что и за проектным решением. Они следят за тем, что сделано, и могут указать на отклонения от требований, определенных в соглашении о ГЧП.

### § 6.6.4. Финансирование

Кредиторам необходимо постоянно контролировать деятельность проектной компании, им нужна уверенность, что первоначальная оценка рисков соответствует текущему положению. Это сильно ограничивает независимость управления, нет такой свободы, как при самофинансировании. (Методам контроля, которые используют кредиторы, посвящена глава 12.)

После урегулирования финансовых вопросов государственные органы не взаимодействуют с кредиторами на постоянной или официальной основе. (Прямое соглашение является документом, вступающим в силу лишь в период кризиса, — см. § 12.3.3.) Тем не менее цели кредиторов в общем совпадают с целями государства — полное соответствие требованиям договора о ГЧП. Поэтому обмен мнениями в ходе реализации проекта полезен и кредиторам, и государственным органам.

### § 6.6.5. Оказание услуг до завершения проекта

В ряде проектов, особенно тех, которые предполагают восстановление существующего объекта или его расширение, частные инвесторы принимаются за строительные работы на новом объекте и начинают оказание услуг сразу после оформления финансовых аспектов. В таких случаях немедленно начинается эксплуатация объекта (об этом речь дальше), а загрузка возрастает по мере его готовности.

### § 6.6.6. Приемка объекта

Условия приемки определяются спецификой проекта. По меньшей мере они предполагают все необходимые разрешения на эксплуатацию, проверку объекта и подтверждение готовности к работе (см. § 14.7). Если речь о приемке оборудования или инженерных сетей, то проводятся их испытания (см. § 14.7.4). Как и с утверждением проектной документации, приемка не означает, что государственные органы принимают на себя ответственность за соответствие объекта требованиям. Приемка лишь приближает момент ввода объекта в эксплуатацию. Приемку также может заверить независимая проверяющая организация.

Иногда приемка происходит в несколько этапов, например на стройке или на разных участках дороги, которые открывают для передвижения по мере их готовности. Допускаются небольшие недоработки, устранимые после приемки.

Если объект не прошел приемку и завершение проекта задерживается, государственные органы могут потребовать выплату неустойки (см. § 13.3.4). В любом случае плата за услуги обычно вносится после приемки (см. § 13.3.3). Если она осуществляется в несколько этапов, то оплата может производиться по частям.

### § 6.6.7. Этап эксплуатации

После начала эксплуатации объекта команда, управляющая проектом, переключается на контроль за оказанием услуг, содержанием и текущим ремонтом, при необходимости применяет штрафные санкции или сокращает выплаты (см. § 13.5). Хорошо налаженная система отчетности и постоянный контакт с представителями проектной компании обеспечивают своевременное предупреждение о возникновении любых проблем. Возможно, государственные органы не всегда проявляют настойчивость в строгом следовании правилам, скажем, на протяжении первых 6–12 месяцев. Но в целом контроль, вероятно, лучший способ добиться, чтобы проектная компания выполняла свои обязательства.

### § 6.6.8. Передача объекта государственным органам

Проблемы, связанные с завершением срока действия соглашения о ГЧП, рассматриваются в § 15.11.

## § 6.7. Привлечение независимых консультантов

Государственные органы, вероятно, будут привлекать независимых консультантов на всех этапах: при подготовке, проведении конкурса, комплексной юридической проверке и (в меньшей степени) для контроля за исполнением соглашения (только если этим не занимается ведомство в рамках центрального правительства — см. § 3.2). Стоимость услуг экспертов, наряду с расходами на проведение конкурса (см. § 7.7) и привлечение кредиторов (см. § 9.3.4), может составить значительную часть первоначальных затрат. Консультанты помогают государственным органам увидеть перспективу в деловой сфере, поделиться опытом реализации аналогичных проектов, оказать поддержку:

- при подготовке первоначального обоснования ГЧП;
- при подготовке пакета документов для проведения конкурса;
- при оценке конкурсных заявок;
- при проведении переговоров с участниками конкурса;
- при осуществлении надзора за деятельностью проектной компании, в особенности на этапе строительства.

Но консультанты должны консультировать, а не руководить проектом, иначе расходы невозможно контролировать. К сожалению, в госсекторе обычно не хватает штатов, и госслужащие часто полагаются на экспертов (так, например, консультанты принимают ответственные решения от лица государственных органов). И если в самих госорганах отсутствует дисциплина и порядок, то закономерно замедляются темпы реализации проекта, растут затраты, по крайней мере — вознаграждения консультантам (см. § 6.2.1). Помочь сотрудникам государственных органов могут экспертные центры в самом государственном секторе (см. § 3.2).

Консультантов следует выбирать на конкурсной основе, они должны показать, что у них есть навыки, необходимые для выполнения данной работы. Так, юрист, специалист в области административно-гражданского права, никогда не имевший дела с ГЧП, практически бесполезен. Не стоит допускать, чтобы консультанты изучали специфику ГЧП за счет государства, поэтому важен предварительный отбор, включая и рекомендации государственных органов, с которыми претенденты уже сотрудничали.

Бывает, что известный специалист поручает консультирование молодому члену своей команды. Поэтому необходимо убедиться, что сами опытные эксперты действительно работают над проектом.

Обычно для ГЧП требуются эксперты в следующих областях:

- финансовой (§ 6.7.1);
- правовой (§ 6.7.2);
- технической (§ 6.7.3);
- сфере страхования (§ 6.7.4).

Во всех случаях обязательно согласование формы расчета за оказание услуг, что позволяет держать расходы госсектора под контролем (§ 6.7.5). Самая низ-

кая цена не должна быть единственным критерием при выборе консультантов (хотя и высокая также не гарантирует качества услуг).

### § 6.7.1. Финансовый консультант

В сферу деятельности финансового консультанта входит помощь:

- при подготовке первоначального обоснования и структуры ГЧП, включая консультации по выбору того, на что действительно стоит расходовать средства;
- при проведении анализа рисков и изучении вопросов, связанных с распределением финансовой ответственности за проект (см. § 5.5);
- при подготовке первичной оценки эффективности расходования средств и любого КГС (см. § 5.3);
- при первичном исследовании рынка ГЧП;
- при подготовке документации для проведения конкурса;
- при оценке заявок с финансовой точки зрения;
- в виде консультирования по определенным вопросам, например по налогообложению;
- при проведении переговоров с участниками конкурса.

Экспертные услуги государственному сектору могут оказывать те же самые банки, что консультируют участников конкурсов из числа частных компаний (см. § 9.2), но основные игроки на данном рынке — крупные аудиторско-консалтинговые компании. Это видно из табл. 6.1, где показано консультирование государственного сектора в 2005 году. (Отметим, что ГЧП составляют львиную долю случаев, но не являются единственным поводом для обращения за консультациями. Кроме того, в таблице фиксируется количество обращений за консультациями, а не число совершенных сделок, часть из них так и останется незавершенной.)

Почему же в списке мало банков? Как сказано в § 9.3.1, финансовое консультирование проектов требует больших затрат и ресурсов на длительный период.

Это и отпугивает банки, поскольку они располагают ограниченным числом специалистов, тогда как аудиторско-консалтинговые компании комплектуют свой штат иначе. В целом банки предпочитают ссужать деньги, а не заниматься финансовым консультированием (см. § 9.3.2). Кроме того, консультирование госсектора изначально не очень привлекательно, поскольку государство, как правило, платит меньше и здесь реже встречаются повторные сделки. А частные компании стараются участвовать в ГЧП по всему миру.

Однако служащие аудиторско-консалтинговых компаний прежде всего бухгалтеры по образованию, а не финансовые консультанты. Хотя их штат рядовых сотрудников шире, чем в банках, а сотрудники — по преимуществу молодые люди. Это значит, что им еще недостает опыта и творческого подхода для финансового консультирования государственных органов. А потенциал специалистов в госсекторе едва ли можно сравнить с поддержкой, которую участникам конкурсов оказывают кредиторы.

Итогом относительного недостатка конкуренции в финансовом консультировании оказалось то, что некоторые компании, занимающиеся проектным управлением, стали включать финансовое консультирование в список своих услуг или привлекать еще более мелкие консалтинговые фирмы, а то и собственный персонал. (В этом смысле табл. 6.1, вероятно, неполна. В ней также нет данных одной из четырех крупнейших аудиторско-консалтинговых компаний — Deloitte & Touche.)

**Табл. 6.1.** Основные игроки, занимающиеся консультированием по вопросам проектного финансирования в 2005 году

Наименование организации	Тип	Количество обращений
Ernst & Young	Аудиторско-консалтинговая компания	77
PricewaterhouseCooper	Аудиторско-консалтинговая компания	59
Grant Thornton	Аудиторско-консалтинговая компания	25
KPMG	Аудиторско-консалтинговая компания	19
State Bank of India	Банк	8
Dexia	Банк	4
HSBC	Банк	4
Lazard	Инвестиционный банк	4
National Bank of Greece	Банк	4
Standard Chartered Bank	Банк	4
TASC	Компания, занимающаяся коммерческим консультированием	4
Прочие участники (с тремя и меньшим количеством)		24
<b>Итого</b>		<b>236</b>

*Источник:* Project Finance International (выпуск 329 от 25 января 2006 года).

### § 6.7.2. Консультации по правовым вопросам

Как правило, государственные органы имеют юридические отделы, но выполнение работ по ГЧП, вероятно, превышает их возможности и опыт. В то же время государственная юридическая служба должна непосредственно участвовать в ГЧП, в особенности руководить деятельностью независимых консультантов и контролировать ее. Объем их работы включает консультации по:

- общим юридическим вопросам в отношении программы ГЧП;
- созданию проекта соглашения о ГЧП с использованием стандартных форм при их наличии (см. § 3.3) и опыта по соглашениям о ГЧП в других странах;
- специфическим юридическим вопросам, относящимся к проекту, например проблемам, связанным с площадкой проекта (см. § 14.5), переходом персонала (см. § 2.13) и налогообложением (если оно не рассматривается финансовыми консультантами);

- подготовке конкурсной документации и проверке процедуры конкурса на предмет ее соответствия законодательству (см. § 6.3.1);
- ведению переговоров с участниками конкурса;
- соблюдению установленного законом порядка проведения конкурса и создания ГЧП, а также оформлению документации.

Конкуренция за оказание правовых консультационных услуг государственному сектору по вопросам ГЧП, возможно, более жесткая по сравнению с услугами по финансовому консультированию. Многие юридические фирмы имеют пирамидальную структуру, но она не столь обширна в основании, как у аудиторско-консалтинговых. Международные юридические компании, особенно те, чьи штаб-квартиры расположены в Лондоне, сыграли важную роль в создании и совершенствовании документации по программам ГЧП во всем мире.

### § 6.7.3. Технические консультанты

Объем работы технических консультантов зависит от государственных органов. Например, они могут заниматься различными аспектами проектов ГЧП:

- оказывать услуги общего характера по управлению проектами на этапе конкурса;
- подготавливать информацию по стоимости и ориентировочные расчеты для первоначального обоснования проекта;
- помогать в создании спецификации по оказанию услуг и проведению анализа рисков для соглашения о ГЧП;
- систематизировать технические положения конкурсной документации;
- проводить оценку технических аспектов заявок;
- проводить переговоры по техническим вопросам, содержащимся в заявках;
- изучать проектную документацию;
- осуществлять надзор за ходом строительства.

В проектах с переносом риска на частный сектор, как в случае концессии, технические консультанты готовят первичную оценку транспортного потока или иные исследования, относящиеся к использованию объекта. В их функции может входить и финансовое консультирование.

Обычно эту работу выполняют строительные или сервисные компании, опираясь на собственный опыт участия в ГЧП. Либо она ложится на компании, занимающиеся управлением проектами. Часть ее они передают субподрядчикам.

Государственные органы могут разделить объем работ между несколькими консультантами.

Проверкой проектной документации и надзором за проведением строительных работ может заниматься независимая проверяющая организация. Ее также называют организацией, выдающей сертификаты, руководителем подрядных работ, или *Maître d'Oeuvre*<sup>1</sup>. Она играет роль независимого посредника между проектной компанией и государственными органами и в нужный момент подтверждает, что готовый объект отвечает требованиям заказчика. Оплату услуг

<sup>1</sup> Руководитель проекта (*фр.*).



проверяющей организации производит проектная компания, но назначается она совместно с государственными органами. Привлечение проверяющей организации не должно мешать обязательствам проектной компании по выполнению требований заказчика.

#### § 6.7.4. Консультации в области страхования

Здесь консультирование проводится специализированными подразделениями крупных страховых компаний. Подобные услуги оказывают также и консультанты, которых назначает проектная компания (см. § 7.7), и кредиторы (см. § 9.3.4). Они играют важную роль, поскольку существует необходимость защиты интересов государства в страховании проекта (см. § 12.4.1).

#### § 6.7.5. Стоимость услуг консультантов

Поскольку первым критерием при выборе независимого консультанта является его компетентность, а не стоимость услуг, государственные органы должны планировать и держать под контролем расходы, иначе это может обернуться убытками. Следует разработать требования, в которых должно содержаться описание этапов: первоначальное обоснование, подготовка конкурсной документации, оценка заявок на участие в конкурсе, проведение переговоров. К ним можно приурочить платежи.

Оплата бывает почасовой, но ради экономии средств заслуживают внимания и другие способы начисления. Например:

- фиксированная оплата или оплата с указанием максимальной суммы за каждый этап работ;
- регрессивные формы, когда почасовая ставка снижается по мере увеличения затраченного на работу времени;
- выплата части гонорара после удачного завершения этапа.

Фиксированную оплату или оплату с указанием максимальной суммы можно применять лишь в ограниченный период, после чего вновь перейти на повременную форму. То есть если заявленный график нереалистичен, то фиксированная оплата или максимальная сумма имеют ограниченное значение. Консультант, участвующий в переговорах, не должен быть заинтересован в скорейшем завершении сделки ради получения гонорара, даже если она не принесет максимальную выгоду государству. С другой стороны, следует избегать исключительного использования почасовой оплаты услуг.

Особое внимание надо уделять расходам на консультантов по правовым вопросам, если к ним применяется повременная, а не фиксированная оплата. Их время необходимо тратить с максимальной пользой. Так, юристов не стоит использовать в качестве высокооплачиваемых секретарей, то есть в качестве организаторов и ведущих протоколов на деловых совещаниях, когда их можно просто информировать о результатах совещаний. Однако это не значит, что юристов никогда не стоит приглашать на подобные совещания: их опыт, связанный с ГЧП, бывает весьма полезен.

## Глава 7. Перспективы привлечения частных инвесторов

### § 7.1. Введение

В предыдущей главе мы обсудили, что должны сделать государственные органы для подготовки и подписания соглашения о ГЧП. В этой главе мы рассмотрим параллельный процесс, в котором участвуют частные инвесторы, а именно:

- создание инвестиционного пула для проектов ГЧП (§ 7.2);
- финансовые расчеты для принятия решений об инвестировании (§ 7.3);
- участие в конкурсе и осуществлении проекта (§ 7.4);
- решение вопросов, связанных с организацией совместных предприятий (§ 7.5);
- создание и управление проектной компанией (§ 7.6);
- привлечение независимых консультантов (§ 7.7).

### § 7.2. Инвестиционный пул

#### § 7.2.1. Спонсоры и прочие первичные инвесторы

Для привлечения кредитов инвесторы должны предложить кредиторам возможность первоочередного погашения займов за счет проектной компании и, таким образом, согласиться с тем, что они получают свои доходы от инвестиций лишь после выплат кредиторам (см. § 12.2.3). Поэтому инвесторы принимают на себя самый большой финансовый риск, но в то же время и получают самый высокий доход от вложенных в проектную компанию средств (он пропорционален деньгам, которыми они рискуют), если все идет по плану.

Обычно число инвесторов невелико — не превышает двух или трех, это облегчает работу над проектом и контроль. Ключевые — те, кто отвечает за подготовку заявок, реализацию и управление проектом. Их называют спонсорами. Даже если долг компании не предполагает право регресса, то есть спонсоры не несут за него ответственность (см. § 10.9), их участие чрезвычайно важно. Государственные органы и кредиторы принимают решение, подходят ли спонсоры, с учетом таких факторов:

- наличие опыта работы в соответствующей сфере, то есть способны ли они оказывать необходимую проекту техническую поддержку;
- наличие опыта успешной совместной работы;

- наличие финансовых возможностей (хотя это и необязательно) для того, чтобы поддержать проектную компанию, если она станет испытывать трудности;
- величина собственного капитала, вложенного спонсорами в проектную компанию, смогут ли они оказать ей поддержку для защиты собственных капиталовложений, если компания станет испытывать трудности;
- степень зависимости спонсоров от проектной компании (в тех случаях, когда они являются субподрядчиками, например при строительстве объекта);
- удовлетворительный доход от капиталовложений (если доход невелик, например, вследствие высоких расценок на услуги субподрядчиков, то мотивация может быть недостаточной для участия в проектной компании);
- наличие у спонсоров заинтересованности в долгосрочном успехе проекта, а не только на этапе строительства.

Как правило, спонсоры проектов ГЧП подразделяются на две основные категории:

- Работаящие инвесторы — компании, для которых вложение денег является частью задачи по сохранению другого бизнеса. Так действуют субподрядчики по отношению к проектной компании.
- Финансовые инвесторы — лица, которые заинтересованы лишь в капиталовложениях, а не в дополнительном бизнесе, как субподрядчики. Это могут быть банки или специализированные инвестиционные фонды для поддержки ГЧП.

Рассмотрим эти типы подробно.

**Субподрядчики.** Участие в проекте ГЧП для них — способ расширения бизнеса. (Либо компенсация потерь от других совместных с государственным сектором проектов.) Доход от инвестиций в проектную компанию становится, таким образом, частью общего дохода, наряду с прибылью от выполнения работ по субподряду.

В этом случае изначально присутствует конфликт интересов. Как решать проблемы, связанные с договорами о субподряде, если субподрядчики выступают одновременно в качестве инвесторов проектной компании? Хотя допустимо сказать, что покупка акций предполагает большую заинтересованность субподрядчика в успешном завершении проекта. Субподрядчики, которые сделали значительные капиталовложения, обычно отделяют роль инвесторов от договорных отношений с проектной компанией, чтобы можно было принять взвешенные решения.

Более глубокий конфликт возникает, когда каждый субподрядчик заинтересован в отдельном этапе проекта или в реализации определенного аспекта соглашения о ГЧП. Например, субподрядчик, занимающийся строительством, предпочтет изъять капиталовложения из проектной компании после завершения строительства. Впрочем, некоторые субподрядчики, занятые строительством, превратились в инвесторов с долгосрочными интересами в инфраструктурных проектах. Если их признают на рынке ценных бумаг, то это увеличит

стоимость акций, поскольку доходы расценятся на рынке как имеющие долгосрочную перспективу, не подверженную колебаниям в строительной отрасли. Компании, которые занимаются долгосрочным содержанием и текущим ремонтом или эксплуатацией в качестве субподрядчиков, должны, как правило, поддерживать существующий уровень инвестиций в течение всего срока действия их соглашения с проектной компанией.

Для развития программы ГЧП важна поддержка потенциальных субподрядчиков. В ряде стран (например, в Испании) большая часть инвестиций в ГЧП — от субподрядчиков (или тесно связанных с ними финансовых институтов). Но в основном ГЧП в настоящее время является сферой интересов международного бизнеса, и, хотя местные подрядчики и инвесторы имеют некоторые преимущества, они также могут получать выгоду от кооперации с подрядчиками и инвесторами, действующими на мировом уровне.

**Банки.** Для них естественным представляется шаг вперед от роли кредиторов (речь об этом в главе 9) к роли инвесторов. Покупка акций станет сравнительно небольшим дополнением к уже произведенному финансированию проекта, и риски, в сущности, похожи на те, что были перед началом финансирования за счет заемных средств (см. главу 14).

И здесь возможен конфликт интересов — между ролью инвестора и кредитора (хотя некоторые банки действуют только как кредиторы или как инвесторы, а не совмещают это, опираясь на собственную общую модель ведения бизнеса).

**Фонды ГЧП.** Банки и другие финансовые институты создают фонды для покупки акций ГЧП, опираясь на собственные знания и опыт участия в ГЧП. Капиталовложения в фонд ГЧП достаточно безопасны и связаны с небольшим риском, а доход могут приносить на протяжении долгого периода. Они особенно привлекательны для компаний, которые занимаются страхованием жизни, и для пенсионных фондов, принимающих обязательства на такой же длительный срок. Однако у них нет ресурсов, достаточных для контроля инвестиций в ГЧП (поскольку они составляют лишь часть их инвестиционных портфелей), а поэтому они, как правило, делают вложения при помощи инвестиционных банков и других специализированных финансовых институтов. Но создание фондов ГЧП стоит того. В рамках программы ГЧП постоянно появляются новые проекты, их можно найти на развитых и детально проработанных с точки зрения финансирования рынках, таких как в Великобритании и Австралии.

**Финансовые посредники.** Спонсорами в проектах ГЧП обычно выступают субподрядчики и финансовые инвесторы, но в последнее время наблюдается рост числа так называемых финансовых посредников (в Австралии их называют компаниями, созданными по модели ABN, — в честь инвестиционного банка, который стал первым финансовым посредником). Главным образом это инвестиционные банки, фонды ГЧП или похожие финансовые институты, полностью контролирующие проведение конкурса в качестве единственного настоящего спонсора, занимающегося приобретением и предоставлением акций и ссуд. Они нанимают субподрядчиков, когда в этом появляется необходимость. Если спонсоры проекта выступают прежде всего как финансовые инвесторы

и заинтересованы в финансовом, а не техническом инжиниринге, то вероятны такие последствия:

- Значительную часть полученного ими дохода может составлять комиссия за организацию кредита или консультационные услуги, которая выплачивается за счет финансирования (части расходов на строительство), а не является наличностью от долгосрочных операций, связанных с проектом. Тем самым поощряется создание рискованной структуры финансирования (хотя спонсоры субподрядчика также могут получать вознаграждение за девелоперские услуги — см. § 7.3.2).
- С другой стороны, финансовые посредники проводят комплексную юридическую проверку, и у них есть мотивация добиваться наиболее выгодных условий сотрудничества с субподрядчиками, тогда как спонсор субподрядчиков сталкивается с конфликтом интересов, хотя его вполне можно разрешить, о чем речь шла выше.
- Если заявку на конкурс готовят совместно финансовый посредник и основные субподрядчики, то могут встать вопросы проектирования и строительства, касающиеся всего срока службы объекта, что ослабит один из аргументов в пользу ГЧП (см. § 2.8).
- Парадоксально, что, во многом полагаясь на финансовых посредников, можно спровоцировать рост цен на акции, чего в противном случае можно избежать (см. § 7.3.2).

И хотя некоторые инвесторы участвуют в проектах ГЧП только на территории своих стран, появился растущий пул международных инвестиций. Государственные органы должны иметь в виду, что их проекту, будь он даже единственным в стране, возможно, придется конкурировать за инвестиции с другими проектами в других точках мира.

### § 7.2.2. Вторичные инвесторы

Бизнес-стратегии некоторых спонсоров могут основываться на продаже их инвестиций вскоре после завершения проекта, показавшего, что он приносит ожидаемый чистый доход. Даже имея намерение долгосрочных капиталовложений, спонсоры, создавшие инвестиционный портфель ГЧП, могут продать его по частям, чтобы вернуть всю его стоимость. Значит, вслед за появлением программы ГЧП должен возникнуть вторичный рынок инвестиций, куда смогут прийти вторичные инвесторы. Например, такие:

- Подрядчик, занятый формированием портфеля инвестиций в объекты инфраструктуры, может приобрести инвестиции у действующего субподрядчика.
- «Вторичный» инвестиционный фонд может приобрести «первичные» инвестиции у фонда ГЧП. Первичные фонды ГЧП делают вложения с самого начала проекта и поэтому являются частью объединения участников конкурса. Они стремятся получить более высокий доход благодаря более высокому риску, связанному с проведением конкурса и строительным этапом (см. § 7.3.2).

Вторичные фонды обычно приобретают свои инвестиции у первичных инвесторов (это относится к фондам и другим участникам, например подрядчикам) после завершения проекта и снижения уровня риска, что, соответственно, означает более низкий уровень дохода.

- Страховая компания может приобрести портфель вторичных инвестиций в ГЧП вместо инвестирования при помощи вторичных фондов.

### § 7.2.3. Ограничения прав на передачу собственности на акции

Спонсоры зачастую нужны государственным органам и кредиторам для сохранения инвестиций до завершения строительства, поскольку и те и другие полагаются на способность спонсоров управлять наиболее рискованным этапом проекта — там, где для долгосрочной эксплуатации требуются технические навыки. Спонсоров могут обязать не продавать пакеты акций на протяжении длительного времени.

Вторичный рынок инвестиций в ГЧП, управляемый с помощью этих методов, создает необходимую для продолжения программы ГЧП ликвидность на первичном рынке, потому что помогает первичным инвесторам получать капитал для реализации новых проектов. Хотя долгосрочное владение проектом предполагает некоторую гарантию сохранности денежных средств, но, с точки зрения госсектора, ликвидность первичных инвестиций способствует повышению цены — и это понижает их будущую стоимость (правда, на рынке ГЧП инвесторы ведут себя непоследовательно — см. § 7.3.2). Верно и обратное: введение излишних ограничений на передачу инвестиций уменьшает их стоимость на вторичном рынке. Это подталкивает цены вверх на первичном рынке, что отражается на величине платы за услуги при проведении будущих конкурсов. К тому же так снижается привлекательность ГЧП для инвесторов и тем самым ослабляется конкуренция. Более того, в реальности трудно ограничивать передачу выгоды от владения собственностью, даже если с точки зрения закона владельцами акций остаются первоначальные спонсоры (см. § 16.5).

Поэтому государственным органам следует использовать любой метод контроля над передачей собственности:

- на этапе строительства это необходимо, чтобы убедиться, что цель участия в конкурсе первоначальных спонсоров — не быстрая прибыль, а вложение денег в создание и деятельность ГЧП. Как правило, это означает ограничения на передачу собственности на срок до двух лет с момента завершения строительства;
- когда это умеренно влияет на оказание услуг в долгосрочном периоде. Даже если субподрядчик продает свои акции, он все равно несет обязательства по соглашению. Но у него не будет достаточной мотивации, если он не рискует собственным капиталом (см. § 2.9.7). Точно так же аргумент в пользу оплаты стоимости всего срока существования объекта и перенос риска, связанного с его содержанием и текущим ремонтом (см. § 2.8), теряет

вес, если проект начинает финансовый посредник, который намерен продать свою долю как можно раньше;

- когда это касается вопросов национальной безопасности, например, если речь идет о ГЧП по производству военной техники;
- в случае если есть вопросы по поводу репутации спонсоров. Например, разумно ограничивать участие в ГЧП по строительству школы табачных компаний и тех, что специализируются на порнографической продукции.

Кредиторы в целом допускают передачу акций и не требуют обращаться к ним за разрешением в течение разумного периода (через год или около того) после завершения строительства. Похожие вопросы возникают и в связи с рефинансированием долга, поскольку это обычно снижает в проекте долю капитала, которой рискует инвестор (см. § 16.2).

## § 7.3. Принятие решения об инвестировании

### § 7.3.1. Стоимость капитала

Принимая решение о вложении денег, инвестору необходимо определить, получит ли он достаточный доход. Обычно критерием оценки выступает стоимость капитала инвестора. Для компании используется средневзвешенная стоимость капитала (WACC<sup>1</sup>), то есть средневзвешенная стоимость капитала и долговых обязательств. В упрощенном виде расчет WACC выглядит следующим образом:

$$WACC = \left( \frac{E}{E+D} \times Re \right) + \left( \frac{D}{E+D} \times Rd \times (1 - T\%) \right),$$

где E — рыночная стоимость капитала компании;

D — невыплаченный долг;

Re — рентабельность капитала, выраженная в виде нормы прибыли;

Rd — выплаты по долгам, то есть цена заимствования, выраженная в виде ставки процента;

T% — действующая налоговая ставка, поскольку долги подлежат налогообложению. Более сложный метод вычислений может выявить разницу между первоначальными налоговыми льготами на капиталовложения и последующими начислениями налогов.

Показатель Rd (выплаты по долгам) легко измерить. Re (рентабельность капитала) — значительно сложнее. Необходимо принимать во внимание как надбавку за общий риск, применяемую к любой компании в сравнении с безрисковыми вложениями в государственные долговые обязательства, так и определенную надбавку за риск, которую рынок ценных бумаг относит на собственную коммерческую деятельность компании. Расчет (его называют

<sup>1</sup> Weighted Average Cost of Capital (англ.).

САРМ<sup>1</sup> — модель определения стоимости капитальных активов) производится следующим образом:

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f),$$

где  $R_f$  — ставка без учета рисков, то есть стоимость государственных долговых обязательств;

$R_m$  — надбавка на риск рынка, то есть средняя ставка процента, которую инвесторы ожидают получить от капиталовложений на фондовом рынке;

$\beta$  — премия за риск при вложениях в определенную компанию по сравнению с тем же показателем для рынка в целом;  $\beta = 1$ .

Таким образом, если компания финансируется на 50% за счет выпуска акций, стоимость которых ( $R_e$ ) равняется 15% годовым, если использовать САРМ, и на 50% за счет кредитов стоимостью 6% ( $R_d$ ) и облагаемых налогом в размере 30%, то показатель WACC будет равен:

$$WACC = (50/100 \times 15\%) + (50/100 \times 6\% \times (1 - 30\%)) = 9,6\%.$$

WACC используется в качестве дисконтной ставки для определения будущей величины денежных средств, полученных с помощью рефинансирования, и тех, что ожидают получить от хозяйственной деятельности компании. Она позволяет вычислить NPV текущей стоимости компании. Поскольку получается, что WACC представляет собой полную величину требуемого дохода, то денежные средства, полученные с помощью рефинансирования от новых инвестиций, должны по меньшей мере равняться данной норме прибыли ради сохранения стоимости компании.

Согласно теории финансирования частной корпорации, изменения в доле заемного капитала (то есть в соотношении между собственными и заемными средствами, которое также называют левэридж) не меняют ее WACC (если риск, присущий данному виду деятельности, не изменился). И так, когда доля заемного капитала нарастает (превышает 50% в приведенном выше примере), относительная стоимость  $R_e$  (то есть расчет САРМ) и  $R_d$  будут скорректированы таким образом, что WACC останется на уровне 9,6% (см. § 8.5.1).

Приведенные выше рассуждения предполагают, что WACC отдельной проектной компании равняется собственному показателю WACC инвестора. Но на деле необходимо принимать в расчет собственный показатель WACC проектной компании.

Он может отличаться от показателей инвесторов компании вследствие:

- разницы в структуре рисков проектной компании и других видов хозяйственной деятельности ее инвесторов: такой же показатель WACC будет у вида деятельности с тем же совокупным риском;
- различий в показателях WACC различных инвесторов;

---

<sup>1</sup> Capital Asset Pricing Model (англ.).



- значительных изменений в соотношении между собственными и заемными средствами на протяжении существования проекта (высокий вначале и низкий в конце) — не существует систематического способа оценки собственного капитала и долговых обязательств, в отличие от исходной посылки в модели WACC;
- возможных сильных отличий налогового статуса проектной компании от налогового статуса инвесторов и изменений их со временем (см. § 10.8.1).

Но, по-видимому, существует разница между расчетными и действительными показателями WACC многих проектных компаний, участвующих в ГЧП. Поэтому плата за услуги превышает необходимый уровень, хотя оба показателя так или иначе колеблются вокруг  $\beta$ , которую следует применять к модели оценки основных средств (CAPM). Можно ожидать, что значение  $\beta$  для проекта ГЧП будет равняться значению  $\beta$  для коммунальной компании, которое окажется равно примерно 0,5, то есть половине средней величины риска на рынке в целом. (Если только доказуемо, что ему следует быть выше в случае ГЧП из-за дополнительного риска, связанного со строительством и эксплуатацией объекта.) В реальности величина  $\beta$ , которая требуется инвесторам, обычно значительно превышает ее, о чем речь пойдет далее.

Если взглянуть с другой стороны, то, поскольку вычисления WACC основываются на рыночной стоимости инвестиций в акционерный капитал, участник конкурса или не платит полную стоимость акций, так как сразу после его победы цены на акции возрастают, или их стоимость завышена с точки зрения государственных органов.

WACC может и не подходить для проектной компании. Альтернативным показателем стоимости капитала для проектов ГЧП является внутренняя норма рентабельности (IRR) проекта. Она вычисляется как IRR на первоначальные инвестиции, полученные из ожидаемого чистого операционного денежного потока (прежде расходов на финансирование) за весь срок существования проекта, и поэтому равна взвешенному значению дохода от акций и долговых обязательств. IRR проекта (для проектной компании) не равна показателю CAPM, поскольку он является своеобразным фотоснимком начала проекта (который, предположительно, сохраняется в течение неопределенного времени). Поскольку IRR основана на предположениях относительно срока службы объекта, то позволяет изменить соотношение заемного и акционерного капитала и конечный характер проекта. Таким образом, IRR более четко отражает ожидаемую стоимость капитала на протяжении срока службы объекта в рамках типичного проекта ГЧП.

Также отметим, что и WACC, и IRR представляют собой не только доход от капитальных затрат, но и прибыль от продолжения эксплуатации (или доход от дальнейшего риска, такого как риск содержания объекта). Это невозможно сравнить с «чистым» финансированием капитальных затрат (см. § 2.10).

С точки зрения государственных органов IRR проекта представляет собой общий доход, который частный сектор получает за создание объекта и связанные с этим услуги.

### § 7.3.2. Внутренняя норма рентабельности на собственный капитал

Если оставить в стороне теоретические рассуждения, то стандартный подход для определения стоимости проекта ГЧП состоит в том, чтобы определить долю заемных средств и стоимость заимствования, а к остальному финансированию применить требуемую доходность собственного капитала (см. § 10.7). Доход от акций в проектах ГЧП рассчитывается при помощи IRR на собственный капитал. IRR кассовой наличности складывается из:

- первоначальных вложений в пакет акций проектной компании;
- суммы дивидендов от капитала на протяжении всего срока жизни проекта;
- любой стоимости, дисконтированной на конец периода (например, от продажи земли под проект в конце срока действия соглашения о ГЧП).

IRR на собственный капитал, которая требуется инвесторам, различается в зависимости от того, когда они присоединились к проекту. Они делают это на разных этапах и используют различные стратегии инвестирования (см. § 7.2). Любой проект ГЧП характеризуется изначально присущим ему риском и различными уровнями риска, последовательно возникающими на этапах его осуществления. А инвесторы оценивают требуемый доход в зависимости от момента, когда они присоединяются к проекту. В табл. 7.1 показано, как инвестор, приобретающий акции на разных этапах реализации проекта, может добиваться запланированного значения IRR на собственный капитал, принимая во внимание следующие факторы.

Безрисковая ставка — WACC участника конкурса. Риск, связанный с проектом, — это риск, с которым приходится сталкиваться на протяжении всего срока существования проекта, принимая во внимание его характер. Дорожная концессия характеризуется высоким риском из-за угрозы недостаточности транспортного потока. Он на вершине шкалы риска. А в строительном проекте риск, связанный с тем, что объектом не будут пользоваться, внизу шкалы.

**Табл. 7.1.** Этапы проекта и требуемый уровень дохода на собственный капитал

Этап	Ставка без учета рисков	Проектный риск	Риск, присущий данному этапу проекта	IRR на собственные средства
Строительство	6%	2–4%	4%*	12–14%
Ввод объекта в рабочий режим**	6%	2–4%	2%	10–12%
Эксплуатация в долгосрочном периоде	6%	2–4%	—	8–10%

\* Включает допущение, что часть заявок не победила в конкурсах, и поэтому приходится компенсировать затраты на проигрышные заявки за счет дохода от вложений, который связан с победой в конкурсе.

\*\* Относится к проектам, связанным с транспортом и временем, необходимым для обеспечения стабильности транспортного потока после завершения строительства. Сходным образом применяется к любому объекту, где присутствует четко определенный начальный этап.

Риск, присущий данному этапу, — вид риска, который относится к моменту, когда инвестор присоединяется к участию в проекте.

Итак, участники конкурсов ожидают получить от проектов ГЧП номинальную IRR на собственный капитал в пределах 12–14% (то есть без учета инфляции — см. § 11.3.1) на рынках Австралии, Канады, Великобритании и США — то есть тех, что открыты для иностранных инвесторов — покупателей акций. Требуемый уровень рентабельности постепенно снижается по мере развития программы ГЧП, инвесторы начинают лучше понимать природу рисков, и инвестиционный пул увеличивается. Но доходы от акций ГЧП по-прежнему остаются на высоком уровне по сравнению с доходами от вложения денег в коммунальные предприятия, и это говорит о ненормальной ситуации. Более того, эти доходы не учитывают потенциальные преимущества от рефинансирования задолженности (см. § 16.4) или продажи акций на вторичном рынке (см. § 16.5).

Например, в Австралии (в штате Виктория) для проектов ГЧП приходится рассчитывать идеальный показатель CAPM, потому что он используется в качестве дисконтной ставки при оценке разных ГЧП по отношению друг к другу и КГС (см. § 5.2.3).

В этом случае левверидж не используется, и поэтому величина CAPM равна величине WACC, которая, возможно, является сомнительной (см. § 8.5.1), но не влияет на эти рассуждения. С этой целью в Виктории рассчитали, что надбавка за риск составляет 6% с учетом инфляции, а CAPM для проектов ГЧП (помимо тех, которые характеризуются риском использования) равняется 0,3–0,5%. Если принять эту последнюю величину, то коэффициентом CAPM для проекта ГЧП должна быть:

- безрисковая ставка 3% (это ставка по государственным облигациям);
- надбавка за риск, равная 3% (0,5 от рыночной надбавки за риск);
- инфляция на уровне 2,25% (величина, взятая в качестве предполагаемой в проектах штата Виктория).

В сумме — 8,38% (см. в § 11.3.1 поправку на инфляцию в этих расчетах). Это, по-видимому, меньше действительной величины IRR на собственный капитал, равной 12–14%, которая считается вполне обычной для подобных проектов.

Причинами такого несовпадения между теорией и практикой могут быть:

- расходы на проигрышные заявки. Если участник побеждает в одном конкурсе из трех, то победившая заявка должна компенсировать расходы на две проигрышные;
- использование корпоративными инвесторами стандартного уровня безубыточности. Но он не учитывает более низкий уровень долгосрочного риска капиталовложений в ГЧП с застрахованным потоком дохода в сравнении с другой хозяйственной деятельностью инвесторов, где имеется большая неопределенность. Например, в табл. 7.1 (где применяется подобный подход) неверно предполагать, что безрисковый корпоративный WACC — основа, к которой следует приплюсовать присущий данному проекту уровень дохода, поскольку корпоративный WACC уже включает поправку на риск;

- конкуренцию с другими высокодоходными инвестициями в акции частных компаний (в венчурный капитал). Особенно в случаях, когда значительную часть вложений в акции делают финансовые инвесторы или финансовые посредники (см. § 7.2.1). Другой вопрос, насколько оправданно сравнивать инвестиции в акции ГЧП с относительно небольшим риском (даже на этапе строительства) с высокорисковыми вкладами в фонд венчурного капитала?
- влияние соединения значительной долговой нагрузки и требований, которые кредиторы предъявляют к покрытию займов, фактически определяющих доход от акций (см. § 10.7).

Впрочем, это влияние не стоит преувеличивать. В проекте, где доля заимствований составляет 90%, взятых, скажем, под 6% годовых, величина CAPM — 8,48%, а WACC (следовательно, и максимальная стоимость финансирования для государственных органов) равняется 6,25% (без учета налогов) по сравнению с 6,90% в случае, если CAPM увеличится до 15%. При исследовании величины доходов от PFI, проведенном в 2002 году Казначейством Великобритании (см. список литературы), выявилось аналогичное превышение WACC на 0,7%. В этом случае проблема отчасти носит политический характер — 15% могут казаться избыточным уровнем дохода от акций с низким риском, что подрывает развитие программы ГЧП (см. § 2.13).

Как видно из табл. 7.1, если проект развивается успешно, то IRR на собственный капитал, необходимая инвесторам, снижается со сменой этапов проекта. Поэтому спонсор, который занимается застройкой и привлекает другого инвестора, чтобы сбалансировать собственные средства на момент оформления финансовых аспектов проекта (то есть в конце конкурса), ожидает компенсации за самый высокий уровень риска. Это достигается:

- требованием к новому инвестору выплатить премию за приобретенные им акции (более высокую по сравнению с той, что заплатил сам спонсор);
- кредитованием первоначального спонсора по высокой номинальной процентной ставке на наличные средства, уже потраченные на осуществление проекта, и делая то же самое при распределении акций в соответствии с размерами вложений;
- выдачей разрешения спонсору взимать с проектной компании «девелоперскую плату», которую обычно выплачивают при завершении оформления финансовых аспектов проекта.

Очевидно, что подобная плата должна частично финансироваться за счет кредиторов как доля расходов проектной компании. Поэтому она не может достигать величины, нарушающей ее финансовую устойчивость в долгосрочном периоде или ограничивающей мотивацию первоначального спонсора в дальнейшей поддержке проекта.

Все эти методы служат для увеличения первоначальной IRR на средства инвестора за счет вновь пришедших инвесторов. Первый метод может стать для государственных органов решением проблемы высоких первоначальных выплат по акциям (см. § 16.3).

После завершения строительства объекта и начала его эксплуатации IRR на собственные средства снижается до уровня, сравнимого с тем же показателем коммунальной компании. Это дает первоначальному спонсору возможность продать свою долю с прибылью. Например, первичный инвестиционный фонд пожелает получить высокий доход (скажем, в размере 25%) для своих вкладчиков за сравнительно короткий период (предположим, 3–4 года). В данном случае он будет конкурировать, скорее всего, с другими частными инвестиционными фондами, тогда как подрядчик, заинтересованный в долгосрочном бизнесе, может согласиться на более низкий доход на протяжении более длительного времени. Инвесторы из вторичного инвестиционного фонда также будут удовлетворены более низким уровнем риска и доходом на протяжении длительного периода. Таким образом, требования первичного инвестиционного фонда можно удовлетворить, разрешив продажу его вложений после завершения строительства объекта (см. § 16.5).

### § 7.3.3. Собственный капитал компании и субординированный долг

Инвесторы проектных компаний в рамках ГЧП вместо того, чтобы вкладывать средства лишь в акционерный капитал, часто создают субординированный долг (то есть долг, который выплачивается лишь после выплаты долгов кредиторам первой очереди, например банкам).

Субординированный долг акционеров используется в качестве акционерного капитала (по крайней мере, до некоторой степени) по нескольким причинам:

- это удобно с точки зрения налогов, если выплаты процентов по субординированному долгу не облагаются налогом или если субординированные займы рассматриваются не в качестве акций, а в качестве займов (при условии тонкой капитализации, то есть такой капитализации компании, при которой доля долга превышает долю акций);
- это устраняет проблему невыплаты дивидендов (см. § 10.8.3);
- проще вернуть средства инвесторам посредством выплаты субординированного займа, а не выплаты дивидендов в случае рефинансирования и роста задолженности перед первичными инвесторами (см. § 16.2) или в последующие годы существования проекта, когда инвесторы могут пожелать постепенно вернуть свои средства, вложенные в акции.

С точки зрения государственных органов или кредиторов, разница в том, что составляет собственный капитал компании, то есть какова доля акционерного капитала и субординированного долга, — невелика. Однако необходимо позаботиться, чтобы:

- средства инвесторов, в любой форме, были полностью задействованы в проекте (и их нельзя было изъять или заморозить на этапе строительства, если они на тот момент еще не израсходованы);
- чтобы у инвесторов существовала долгосрочная заинтересованность в проекте, основанная на получении дохода в виде дивидендов или выплат по субординированному долгу на протяжении всего срока действия соглашения о ГЧП;

- чтобы инвесторы не получали каких-либо дополнительных прав за счет ущемления прав кредиторов в результате выплаты субординированного долга вместо выплаты дивидендов (см. § 12.6.5).

Государственные органы могут посчитать, что им необходимо указать для участников конкурса минимальную величину (в процентах) вложений в акции, а не субординированных займов проектной компании. Это обычное положение, касающееся иностранных инвестиций в развивающихся странах. Но его итогом может стать принуждение участников конкурса к использованию менее рациональной структуры собственности, а следовательно, предложение менее привлекательной цены при заключении соглашения о ГЧП.

При расчете собственного дохода инвесторы, владеющие также субординированным долгом, получают смешанный доход, то есть денежные средства от двух типов инвестиций. «Смешанная IRR на собственный капитал» рассчитывается, исходя из этого. (Термин «IRR на собственный капитал» далее означает расчет общего дохода на собственный капитал. Смешанная IRR на собственный капитал рассчитывается с использованием величины денежных средств проектной компании, которые она выплачивает своим инвесторам. Комбинация выплат дивидендов на акции и выплат по субординированному долгу называется «Распределением прибылей».) В этих расчетах учитывают любые выплаты налогов, которые производит проектная компания. Отдельные вычисления могут учитывать выплату налогов инвесторами из сумм, полученных ими от проектной компании, но это само собой разумеется, поскольку налоговые статусы каждого инвестора, скорее всего, различаются.

Показатель IRR на собственный капитал также можно использовать для закрепления величины платы за услуги при завершении оформления финансовых аспектов проекта (см. § 11.2.13). А кроме того — после внесения изменений в соглашение о ГЧП (см. § 15.2.1) и для расчета суммы платежа в связи с прекращением соглашения (см. § 15.5.4).

#### § 7.3.4. Покупка акций и доход от инвестиций

Использование показателя IRR на собственный капитал в качестве основного метода оценки доходов инвесторов вызывает некоторые искажения в их поведении. Кредиторы часто требуют, чтобы инвесторы вначале вкладывали свои деньги в проект (но не пропорционально величине заимствований). Чем раньше сделаны инвестиции (при условии, что остальные денежные поступления от проекта остаются неизменными), тем ниже величина IRR на собственный капитал. Это побуждало инвесторов обещать вкладывать деньги, чтобы удовлетворить запросы кредиторов, но при этом не было необходимости проводить расчет их IRR с первого дня проекта. Например, они:

- предоставляют банковскую гарантию на выплату средств по требованию, а затем вносят деньги ближе к завершению этапа строительства (после полного использования кредита);
- или организуют выдачу промежуточного займа, который обычно предоставляют инвесторы проектной компании, а его обеспечение лежит на спонсо-

рах, пропорционально имеющимся у них пакетам акций. Этот заем заменяет акционерный капитал и выплачивается в конце этапа строительства в соответствии с величиной, зафиксированной в соглашении о подписке на акционерный капитал. Стоимость его сравнительно невелика, поскольку отражает корпоративный риск спонсоров, а не проектной компании.

Ни один из этих вариантов никак не влияет на реальный риск спонсоров, и не важно, вкладывают они деньги в первый же день или дают обязательство сделать это в будущем — риск одинаков. Инвесторы при проведении необходимой оценки учитывают обязательства, а не вложенную сумму. Например, запись на счет проекта стоимости капитала, полученного от инвесторов, — за вычетом ставки, по которой происходит возврат изъятых средств на протяжении периода, когда инвестиции еще не были сделаны.

Впрочем, существуют инвесторы, не использующие подобные схемы. Например, фонды ГЧП располагают собранными денежными инвестициями и не хотят, чтобы средства лежали мертвым грузом в процессе строительства, потому что это сокращает IRR фонда даже в большей степени, чем подписка на выплату денег авансом.

До тех пор пока инвесторы придерживаются простого подхода к IRR вне зависимости от времени вложения капитала, государственным органам, конечно, следует поощрять использование гарантий на покупку акций или промежуточного финансирования. Это снижает стоимость капитала на этапе строительства, а значит, величину платы за услуги.

## § 7.4. Проведение конкурса и реализация проекта

Успешное управление проектами ГЧП требует планомерности и хорошей организации, участия специалистов в разных областях, в зависимости от характера проекта:

- в проектировании и строительстве;
- в оказании услуг или эксплуатации;
- в юриспруденции, по приобретению земли, планированию, созданию проектной документации и подготовке документации для займов;
- по бухгалтерскому учету и налогообложению;
- по разработке условий финансирования проекта;
- по финансовой структуре проекта.

Поскольку проведение конкурса и застройка (до завершения финансовых аспектов проекта) занимают месяцы, а иногда и годы, спонсорам не стоит недооценивать масштабы связанных с ними затрат. Значительные расходы неизбежны, когда длительное время идет работа над реализацией одного проекта.

Сюда надо приплюсовать стоимость услуг независимых консультантов (см. § 7.7). Величина экономии вследствие эффекта масштаба также невелика, ведь большие проекты сложнее по структуре, так что затраты на проведение конкурса и застройку также соответственно возрастают. Хотя спра-

ведливо заметить: если проект очень мал, то стоимость проведения конкурса от этого не снижается.

Одни только расходы на проведение конкурса могут достигать значительной величины (5–10% от стоимости проекта). Если претендентов трое, то для каждого из них вероятность потери средств — два из трех. Поэтому тем, кто постоянно участвует в конкурсах по созданию ГЧП, необходимо внимательно изучать проекты и убедиться, что они готовы на соответствующие затраты.

## § 7.5. Проблемы, связанные с совместными предприятиями

Инвестициями в проектную компанию обычно занимаются несколько спонсоров (см. § 7.2.1). Реализация проекта при помощи совместного предприятия еще больше усложняет процесс — один партнер прекрасно разбирается в особенностях ГЧП, другой — нет. Различия в корпоративной культуре обостряются во время трехсторонних переговоров (с государственными органами или кредиторами). Либо переговоры начинаются до того, как внутренние проблемы самого партнерства окончательно разрешены. Известны случаи, когда реализация проекта ГЧП тормозилась не по вине государственных органов или кредиторов, а из-за того, что спонсоры не могли решить между собой ключевые вопросы. Если претенденты хотят, чтобы в глазах государственных органов заявка выглядела убедительно, то позиции их должны полностью совпадать, а улаживать разногласия надо в кулуарах. Спонсоры, участвующие в конкурсе совместно и занятые в реализации проекта ГЧП, обычно заключают соглашение о реализации проекта, которое содержит информацию, касающуюся:

- рамок и структуры проекта;
- обязательств по сохранению коммерческой тайны и исключительных прав;
- долей участия в капитале;
- распределения ролей и обязанностей в управлении проектом;
- согласованной программы исследований технико-экономического обоснования, назначения консультантов, переговоров с субподрядчиками и другими потенциальными участниками проектных соглашений, принципов политики в отношении других возможных инвесторов и кредиторов;
- процедур принятия решений;
- планов финансирования затрат на проведение конкурса и реализацию проекта или предоставления кредита для финансирования этих расходов в соответствии с размерами долей в капитале (с учетом обоих факторов: величины затрат и времени расходования);
- положений, относящихся к «запасным ролям» (если таковые потребуются), например, если один из спонсоров будет выступать в качестве субподрядчика без отбора с участием третьих лиц;
- планов по изъятию или переводу доли того или иного спонсора.

Важные решения необходимо принимать единогласно. Если проект развивается в направлении, не приемлемом для одного из партнеров, он не захочет



далее его финансировать. Менее значительные вопросы, такие как назначение консультанта, можно принимать большинством голосов. Если спонсор пожелает изъять свой капитал, то другие спонсоры имеют право выкупить его долю. Соглашение между акционерами может заменить соглашение о застройке, когда образовавшаяся проектная компания принимает на себя ответственность за реализацию проекта (см. § 7.6.2). Существует ряд вопросов, в рамках которых государственные органы сами выступают в качестве совместного предприятия, занимающегося инвестированием (см. § 17.5).

## § 7.6. Проектная компания

### § 7.6.1. Структура компании

Проектная компания — центр, вокруг которого строятся все договорные и финансовые отношения в рамках ГЧП. Когда речь идет о финансировании (см. главу 8), то связанные с ним отношения необходимо, так сказать, хранить в отдельном месте, которое называется компанией специального назначения (SPV)<sup>1</sup>. Также используют термин «специальное юридическое лицо» (SPE)<sup>2</sup>. Проектная компания, действующая в качестве SPV, не может заниматься иной хозяйственной деятельностью, не связанной с реализацией проекта. Существует несколько причин для использования SPV:

- она позволяет избежать взыскания на все имущество спонсоров, выделяя проект в отдельное юридическое лицо;
- она позволяет оградить хозяйственную деятельность проектной компании от влияния проблем, связанных с другими видами хозяйственной деятельности.

Поскольку проектная компания не должна иметь активов или обязательств, непосредственно касающихся проекта, то новая компания создается именно с целью реализации проекта ГЧП, а не для повторного использования уже существующего, который может накапливать задолженность. Кредиторы обычно предпочитают давать в долг корпоративному заемщику (то есть проектной компании), потому что есть возможность возврата и управления долгом (см. § 12.3.2).

Спонсоры не всегда являются непосредственными владельцами проектной компании, с этой целью они могут использовать холдинговую компанию, потому что:

- того требуют кредиторы в качестве гарантии возврата кредитов (см. § 12.3.2);
- это дает налоговые льготы, холдинговая компания может подпадать под действие благоприятных налоговых законов (которые, например, запрещают налоговые вычеты из прибыли до того, как ее получают акционеры в виде дивидендов).

---

<sup>1</sup> Special Purpose Vehicle (англ.).

<sup>2</sup> Special Purpose Entity (англ.).

В некоторых проектах ГЧП используется другая организационно-правовая форма, нежели компания с ограниченной ответственностью, — обычно это партнерство. Спонсоры здесь выступают в роли партнеров, несущих ограниченную имущественную ответственность, такую же, как если бы они были владельцами доли в обществе с ограниченной ответственностью. Причинами этого являются:

- налоговая прозрачность, то есть возможность налогообложения доходов от проекта непосредственно на уровне спонсоров. Или списание налогов на капитальные затраты, чтобы они взимались с других доходов спонсоров, а не с проектной компании, которая могла оптимизировать свое налогообложение;
- различные налоговые статусы спонсоров. Яркий пример — совместное предприятие ГЧП (см. § 17.5), где инвестиционная деятельность государственных органов не облагается налогом. Возможно, более предпочтительный вариант — это выплата налогов с той доли дохода, которую получает госсектор и которая могла быть освобождена от налогов при условии их выплаты проектной компанией. Точно так же обложение налогом фонда ГЧП отличается от обложения налогом корпоративного инвестора;
- если коэффициент покрытия кредитора рассчитывается на основе денежной наличности за вычетом налогов, то отсутствие необходимости платить налоги на денежные средства SPV увеличивает сумму, которую кредиторы будут учитывать при проведении расчетов. Следовательно, увеличивается размер заимствований, выдаваемых под залог денежных средств SPV (см. § 10.6.6).

### § 7.6.2. Соглашение между акционерами

При наличии более одного спонсора на момент завершения оформления финансовых аспектов проекта или перед ним, поскольку проектная компания уже существует и несет ответственность за реализацию проекта, соглашение между акционерами обычно замещает соглашение о застройке, заключенное ранее спонсорами (см. § 7.5). Хотя нельзя исключить действие одного соглашения на протяжении двух этапов проекта.

Соглашение между акционерами содержит следующие положения:

- подписку на акции и субординированный долг акционеров;
- состав совета директоров;
- вопросы управления, такие как конфликт интересов (например, субподрядчик является спонсором, спорно его участие в голосовании о признании соответствующего соглашения с субподрядчиком, хотя директор компании-субподрядчика может быть допущен к дискуссиям по соответствующим вопросам в совете директоров);
- назначение и полномочия руководства;
- бюджетная политика;
- политика распределения прибылей (см. § 7.3.3);

- голосование согласно долям в акционерном капитале;
- продажа своих долей спонсорами, обычно с правом первого отказа — преимущественным правом их покупки другими спонсорами.

Некоторые из этих положений могут быть включены в устав проектной компании, а не в отдельное соглашение между акционерами. Спонсоры также могут заключить отдельное соглашение с проектной компанией на внесение ими оговоренной величины капитала или субординированного долга (если он не был внесен на момент завершения оформления финансовых аспектов проекта — см. § 7.3.4). В таком случае данное соглашение относится на счет кредиторов как часть их страховки.

Совместные предприятия с равным участием (50 на 50) встречаются среди ГЧП не так уж редко, и они служат источником вполне понятных проблем при принятии решений. Если количество спонсоров относительно велико, то не всегда достижим консенсус — миноритарный акционер может наложить вето на результаты голосования по ключевым вопросам. В таких случаях редко помогает обращение в суд или любая другая юридическая процедура. В тупиковой ситуации одному партнеру придется выкупать долю другого, для чего необходимо разработать и внедрить соответствующую процедуру — как правило, тот, кто предлагает максимальную цену, может приобрести эту долю.

### § 7.6.3. Управление и эксплуатация

Проектная компания часто создается на заключительном этапе разработки проекта, поскольку начинает функционировать только после заключения соглашений и решения вопросов финансирования. Спонсоры могут для начала даже подписать несколько соглашений по проекту (например, связанных со строительством) и передать их в установленном порядке в ведение проектной компании. Впрочем, даже если она организована с точки зрения закона в более поздние сроки (см. § 7.2.1), все равно необходимо принять меры по обеспечению ее независимости с первых этапов переговоров по любым соглашениям о субподряде, которые собираются заключать спонсоры.

Точно так же у проектной компании до самых последних этапов может отсутствовать утвержденная организационная структура и органы управления, поскольку работу по реализации проекта берут на себя спонсоры. Впрочем, профессиональные навыки, необходимые на данной стадии, лишь незначительно совпадают с теми, что понадобятся после учреждения компании и непосредственных работ по проекту. Надо принять меры для обеспечения плавного перехода от одного этапа к другому.

Управление после формального завершения финансовых аспектов могут взять на себя сотрудники проектной компании и субподрядчики. Существуют различные варианты. На одном полюсе — у проектной компании может и не быть постоянных сотрудников, все ключевые функции, такие как строительство, эксплуатация и содержание, наряду с надзором за их исполнением,

передаются субподрядчикам. При этом функции, связанные с управлением (например, ведение бухгалтерской отчетности), передаются третьим лицам: компаниям, занимающимся управлением проектами и бухгалтерией.

Единственной собственной составляющей компании в этом случае является ее совет директоров. Такая схема нередко встречается в строительных проектах с низким уровнем риска.

На другом полюсе — проектная компания, которая нанимает сторонние организации лишь для строительства объекта и сохраняет за собой все остальные функции. Такой подход часто применяется в концессиях.

Передача функций субподрядчикам с соответствующим опытом дает определенные преимущества, но в целом для проектной компании предпочтительно иметь минимум сотрудников — главного управляющего (который подчиняется совету директоров) и одного или двух его помощников. Они осуществляют связь государственных органов с компанией, выступают в качестве ее официальных представителей, когда нужно проводить встречи с потребителями услуг, например с родительским комитетом школы. Более того, важно, что есть независимый человек, который регулярно проверяет работу субподрядчиков, не совмещая эту деятельность с какой-либо другой. Еще на этапе оценки заявок государственным органам следует рассмотреть, насколько планы по долгосрочному управлению соответствуют требуемому качеству будущих услуг. Например, будет ли у компании единственный представитель, наделенный всеми полномочиями, касающимися взаимоотношений в рамках соглашения о ГЧП.

## § 7.7. Приглашенные консультанты

На этапах конкурса и реализации проекта спонсоры привлекают консультантов. Они играют очень важную роль, поскольку, как правило, обладают большим опытом реализации разнообразных проектов, нежели персонал спонсоров. Если только спонсоры постоянно не переходят от одного объекта к другому, то наем на постоянной основе людей с необходимой квалификацией для работы над одним проектом — дело непростое. Привлечение консультантов с хорошим послужным списком добавляет проекту доверия со стороны кредиторов. Помимо консультантов, нанятых спонсорами, государственные органы приглашают своих экспертов (см. § 7.7), а кредиторы пользуются услугами ряда специалистов, которые выполняют задания в рамках предварительного юридического аудита проекта (см. § 9.3.4). Но основная часть работы приходится на консультантов спонсора.

На этапе конкурса консультанты могут сотрудничать внештатно, понимая, что будут наняты на работу (с повышением оплаты) при условии победы. Соответственно, варианты схем гонораров похожи на те, что есть у государственных органов (см. § 6.7.5).

Специалисты, которых обычно приглашают к сотрудничеству спонсоры:

**Консультанты по юридическим вопросам.** Не только занимаются соглашениями по проекту, но и проверяют их соответствие требованиям финансиру-

вания, для чего знакомятся с проектной документацией. Эту работу чаще всего выполняют крупные юридические фирмы, чьи сотрудники обладают необходимым уровнем подготовки.

**Инженер заказчика.** Проектной компании нет нужды привлекать со стороны технического консультанта, если его функции может выполнять кто-либо из ее акционеров. Впрочем, если один из крупных акционеров является строительным субподрядчиком, то остальные акционеры, возможно, захотят обеспечить проверку и надзор за проведением работ. Хотя, конечно, проверки проводят и государственные органы (см. § 6.7.3), и кредиторы (см. § 9.3.4), которые имеют для этого соответствующую квалификацию.

**Консультанты по планированию и экологии.** Если государственные органы еще не получили разрешение на строительство, то спонсоры вынуждены привлечь консультантов, чтобы те занялись данным вопросом (см. § 14.5.3) при поддержке госсектора. Для решения проблем, связанных с экологией, может потребоваться отдельный консультант (см. § 14.5.4).

**Консультант-маркетолог.** Специалисты в области изменения рыночной конъюнктуры необходимы для концессии или PFI-проектов, в частности включающих риск недостаточной загрузки объекта, предполагаемой величины транспортного потока. Их квалификация и степень участия играют важную роль в приобретении поддержки кредиторов на этапе конкурса.

**Бухгалтеры.** Бухгалтеры часто остаются в качестве консультантов по вопросам учета и налогообложения (см. § 10.8) у самой проектной компании и у спонсоров.

**Консультант по вопросам страхования.** Выступает в роли страхового брокера (см. § 12.4.1).

**Консультант по финансовым вопросам.** Выступает в роли финансового советника (см. § 9.2).

# Часть III

## Глава 8. Проектное финансирование и ГЧП

### § 8.1. Введение

Рост ГЧП в последние годы тесно связан с техникой финансирования, которую называют «проектным финансированием». Это относительно недавнее изобретение. При изучении финансовой политики необходимо разбираться в технике проектного финансирования и способах его использования в рамках ГЧП.

Проектное финансирование — метод финансирования крупных проектов за счет долгосрочных займов. Это форма финансового инжиниринга — заимствования под залог денежных средств, полученных от проекта. Оно зависит от подробной оценки рисков, связанных со строительством, эксплуатацией, получением доходов и распределением их среди инвесторов, кредиторов и других участников договорных и прочих отношений. По существу, это прекрасно подходит для финансирования проектов ГЧП. Проектное финансирование — не то же самое, что финансирование проектов, потому что проекты финансируются множеством разных способов. Например, за счет государственных заимствований, при помощи системы государственных закупок, не прибегая к ГЧП. Альтернативные способы финансирования проектов ГЧП обсуждаются в главе 17. А в этой главе дается общее описание проектного финансирования:

- его развитие (§ 8.2);
- основные характеристики (§ 8.3);
- масштаб рынка проектного финансирования и связанные формы финансирования (§ 8.4);
- причины использования проектного финансирования для ГЧП (§ 8.5).

В главе 9 подробно рассматриваются источники проектного финансирования, а в последующих — финансовая структура проекта.

### § 8.2. Эволюция проектного финансирования

Рост проектного финансирования связан с несколькими факторами, которые привели к развитию ГЧП. Можно выделить волнообразные поступательные изменения в технике проектного финансирования и покрытия.

- Финансирование проектов природных ресурсов (по добыче полезных ископаемых), от которого произошла техника современного проектного финансирования. Оно возникло на нефтяных месторождениях в Техасе в 1930-х годах. Впервые в Европе этот метод применили при разработке нефтяных месторождений в Северном море — в 1970-е годы, и в настоящее время он переживает расцвет вместе с ростом цен на нефть.
- Финансирование независимых энергетических проектов в области электроэнергетики с применением схем ВОО и ВОТ, которые развивались в 1980-е годы (§ 1.4.2). С этим связан и более поздний рост использования газа для производства электроэнергии, приведший к проектному финансированию газопроводов и конечных пунктов приемки сжиженного природного газа (здесь речь о доставке, а не о добыче).
- Финансирование объектов общественного назначения (ГЧП) обрело вторую жизнь со строительством туннеля под Ла-Маншем и с созданием программы PFI в Великобритании в начале 1990-х годов (см. § 1.4.5).
- Финансирование сетей мобильной связи также занимало значительную часть этого рынка с середины 1990-х годов и до завершения строительства большей их части в 2000-е годы.

Итак, три основные опоры, на которых зиждется проектное финансирование, — это природные ресурсы, энергетика и инфраструктура.

Другие изменения в технике финансирования оформились в начале 1970-х годов, они способствовали поступательному развитию проектного финансирования и включали следующее:

- Предоставление коммерческими банками долгосрочных кредитов корпоративным клиентам (прежде банки давали лишь краткосрочные ссуды, чтобы те соответствовали вкладам, хранящимся на их счетах, — см. § 11.2).
- Использование экспортных кредитов для финансирования больших проектов, несмотря на то что риск в таких случаях в основном принимает на себя правительство страны, где проект реализуется, а не частный сектор и страхуют кредиты агентства по страхованию экспортных кредитов (о принципах проектного финансирования см. главу 11).
- Финансирование строительства кораблей: банки дают займы на строительство больших судов под гарантию долгосрочных чартеров, то есть постройка осуществляется за счет денежных средств, выделяемых по договорам, согласно которым заемщик является отдельной компанией специального назначения — владельцем судна. Это в чем-то очень похоже на более поздние схемы проектного финансирования.
- Финансирование имущества (недвижимости): здесь используются кредиты на строительство, выданные под гарантию предполагаемых поступлений денежных средств (от аренды) в долгосрочном периоде.
- Финансовая аренда, основанная на налоговых льготах, которая приучила банки выдавать кредиты под разное обеспечение и с разными сроками погашения (см. § 8.4.2).

Последним жизненно важным элементом стало появление (в середине 1980-х) программного обеспечения для составления динамических электронных таблиц, без которых проектное финансирование было бы практически невозможным.

### § 8.3. Особенности проектного финансирования

Схемы проектного финансирования сильно различаются в зависимости от сектора экономики и сделки. Нет стандартной формы, поскольку каждая сделка имеет уникальные характеристики. Но в основу метода положено несколько общих принципов. Вот некоторые типичные черты.

- Оно используется в обособленных проектах (юридически и экономически независимых) и реализуется на базе SPV (см. § 7.6.1).
- Его, как правило, привлекают для реализации нового проекта, а не в существующие предприятия (исключение составляет продажа франшиз, также возможно рефинансирование займов для него).
- Характеризуется высоким коэффициентом покрытия капитала за счет заемных средств (леверидж или соотношение между собственным и заемным капиталом). Примерно от 70 до 95% расходов на приобретение основных средств в рамках проекта могут финансироваться за счет кредитов.
- Отсутствуют гарантии инвесторов проектной компании (финансирование без права регресса), или имеют место частичные гарантии (финансирование с ограниченным правом регресса) заимствований для проектного финансирования.
- Кредиторы рассчитывают на будущие поступления денежной наличности от проекта, которые пойдут на оплату их кредитов и процентов по ним (обслуживание долга), а не на увеличение стоимости его активов или улучшение финансовых показателей.
- Значит, соглашения по проекту являются основной гарантией для кредиторов. Стоимость материальных активов, которыми владеет проектная компания, скорее всего, будет ниже величины задолженности при их продаже в случае отказа компании платить по долгам.
- Поэтому кредиторы осуществляют постоянный контроль над деятельностью проектной компании, чтобы гарантировать сохранение стоимости соглашений, например в случае несоответствия объекта предъявляемым требованиям.
- Время существования проекта ограничено такими факторами, как сроки действия соглашений, лицензий или запасы природных ресурсов.
- Следовательно, займы на проектное финансирование должны быть полностью выплачены в конце его существования.

В этом состоит различие между проектным финансированием и кредитами корпоративным заемщикам, которые:

- первоначально выдаются под залог стоимости активов, стоящих на балансе компании, и расчетов, основанных на поступлении кассовой наличности в предыдущие периоды и полученной прибыли;



- предполагают, что компания будет и дальше работать неопределенное количество времени и, значит, сможет возобновлять (рефинансировать) займы;
- получают доступ ко всем денежным средствам от расширения хозяйственной деятельности заемщика в качестве гарантии, вместо того чтобы использовать ограниченные денежные средства, участвующие в определенном проекте. Таким образом, при провале отдельного проекта корпоративные кредиторы имеют основания ожидать возврата долгов;
- могут использовать здания и оборудования в качестве залога;
- обычно позволяют руководству компании вести дела по своему усмотрению, пока это не имеет серьезных финансовых последствий.

Проектное финансирование складывается из нескольких компонентов. Один из наборов компонентов относится к финансированию проектной компании, в него входят две составляющие:

- акционерный капитал, который инвесторы предоставляют проектной компании (см. главу 7);
- займы под проектное финансирование, которые предоставляют одна или несколько групп кредиторов.

Выплата займов для проектного финансирования в первую очередь затрагивает чистый операционный денежный поток проектной компании и, таким образом, является «приоритетной» по отношению к другим обязательствам, особенно тем, что касаются инвесторов (владельцев акций). Последние рискуют сильнее, поскольку их доход в большей степени зависит от успеха проекта, поэтому доходы инвесторов выше доходов кредиторов.

Другие главные компоненты связаны с соглашениями по проекту, заключенными проектной компанией, а именно: соглашение о ГЧП, соглашения с субподрядчиками о строительстве, эксплуатации, содержании и текущем ремонте объекта. Существуют способы переноса рисков от проектной компании к другим участникам соглашений (см. главу 14), они играют весьма важную роль в качестве гарантии возврата займов. Конечно, ни одна из этих схем или положений договора не является атрибутом лишь проектного финансирования. Впрочем, степень их важности и взаимосвязанность — ключевой фактор в проектном финансировании ГЧП.

Близкое сходство использования проектного финансирования для производства электроэнергии (о чем речь шла в § 1.4.2) и его последующего развития в различных типах ГЧП можно увидеть на структурных схемах из главы 1: для ВТО (см. рис. 1.1), для концессии (см. рис. 1.2) и для PFI (см. рис. 1.3).

## § 8.4. Рынок проектного финансирования

### § 8.4.1. Масштабы рынка

Табл. 8.1 показывает масштабы мирового рынка проектного финансирования (относительно банковских займов и выпуска облигаций см. главу 9), который включает три составные части: инфраструктуру, энергетику и природные

ресурсы. А также спад финансирования в области телекоммуникаций. Из всех видов ГЧП инфраструктура является наибольшей составляющей и характеризуется постоянным и устойчивым ростом с точки зрения хозяйственной деятельности. Рост цен на природные ресурсы означает, что связанный с ними сектор экономики, который в 1990-е годы находился в стагнации, теперь вновь начал развиваться. Энергетический комплекс сильно пострадал от событий в США и других странах после катастрофы танкера, принадлежащего компании Enron, но к настоящему моменту уже восстановился.

**Табл. 8.1.** Займы на проектное финансирование по секторам экономики в 2000–2005 годы

Млн долларов США	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Инфраструктура	18 393	21 003	27 056	32 873	44 736	55 246
Энергетика	56 512	64 528	24 517	36 417	46 633	51 683
Природные ресурсы	16 518	18 859	15 778	23 039	40 948	44 254
Телекоммуникации	36 735	25 445	7286	5849	7341	10 193
Другие	3538	3646	1324	3542	5428	4241
Итого	131 696	133 481	75 961	101 721	145 086	165 617

*Источник:* Project Finance International, выпуски 233, 257, 281, 305, 329 (сводные данные).

Эти данные по рынку проектного финансирования необходимо использовать с определенной осторожностью.

- Финансовые институты отделяют проектное финансирование от других типов заимствований, исходя из собственного удобства, а не теории. Они принимают в расчет навыки, которыми владеют специалисты по кредитованию и которыми также можно воспользоваться при сходных типах финансирования. Многие занимаются проектным финансированием в рамках собственного структурированного финансирования (§ 8.4.2). В итоге статистика по рынку проектного финансирования может корректироваться в зависимости от того, учитываются ли большие сделки, лежащие на границе между проектным финансированием и другими типами структурированного финансирования.
- В этих цифрах представлены новые и действующие проекты, в отношении которых уже проводилось рефинансирование (см. § 16.2) или финансирование поглощений в проектах по строительству инфраструктуры, таких как франшизы на платные дороги (см. § 3.5).
- Эти статистические данные подготовлены финансовыми институтами для информационных компаний (занимающихся сбором, хранением и передачей данных) и поэтому не обязательно содержат информацию о проектах, финансируемых банками развития, либо о других источниках финансирования в государственном секторе, либо о проектах, где займы в коммерческих банках не являются основным источником финансирования (см. § 17.3.2).

- К тому же не все частные финансовые институты, участвующие в ГЧП, сообщают об этом.
- Верно и обратное: финансовые институты, предоставляющие данные, хотят повлиять на рынок и стремятся как можно больше показать собственное участие.
- Данные, полученные от различных информационных компаний, также сильно различаются (см. табл. 3.1, информация по отдельным странам, в главе 3) из-за разницы в правилах отчетности и классификации.
- Если речь идет о проектах ГЧП, данные по займам показывают размеры заимствований. А данные государственного сектора относятся к затратам на проект, что означает либо расходы на приобретение основного капитала (включая вложения в акционерный капитал), либо чистую приведенную стоимость платы за услуги.

Тем не менее данные по годам дают ясную картину общих тенденций на рынке проектного финансирования.

Табл. 8.2 показывает его развитие в основных географических регионах. Как мы видим, выделяются Европа и Ближний Восток. Последний — благодаря росту добычи нефти, газа и нефтепереработки. Но ГЧП сыграли заметную роль в росте европейского рынка проектного финансирования. В Азиатско-Тихоокеанском регионе наиболее важными с точки зрения развития ГЧП стали Австралия и Южная Корея. Данные по США показывают спад в энергетическом секторе, наступивший после катастрофы танкера компании Enron. Также стоит отметить, что проектное финансирование в развивающихся странах концентрируется главным образом в энергетическом секторе, сфере добычи природных ресурсов и телекоммуникаций, но не в создании инфраструктуры, что соответствует самой сути ГЧП. То есть финансирование проектов ГЧП за счет частных средств больше всего подходит для развивающихся стран.

#### § 8.4.2. Проектное финансирование и структурированное финансирование

Термин «структурированное финансирование» имеет широкое значение и обозначает любой вид финансирования, который предполагает создание SPV, с соответствующей структурой долга, отличной от корпоративных займов, предоставляемых заемщику, владеющему действующим предприятием. Разные типы структурного финансирования отчасти конкурируют с проектным финансированием, в том числе и за привлечение средств от соответствующих финансовых институтов (см. § 9.3.1).

**Финансирование под обеспечение активами.** Основано на заимствованиях под залог стоимости активов, легко продаваемых на открытом рынке. Например, финансирование за счет самолетов или недвижимости (имущества), тогда как займы для проектного финансирования выдаются под обеспечение денежных средств, полученных от актива, рыночная стоимость которого может быть незначительной.

**Табл. 8.2.** Займы для проектного финансирования в отдельных странах за 2000 – 2005 годы

Млн долларов США	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Американский континент</b>						
Бразилия	10 092	5611	1788	5112	4715	3061
Канада	3015	622	505	538	1575	2488
Чили	3236	5442	1490	718	3198	3452
Мексика	3984	4412	4422	5186	9094	3675
США	44 886	47 588	13 233	15 448	23 587	25 581
<b>Азиатско-Тихоокеанский регион</b>						
Австралия	5099	4459	8948	6511	13 129	9745
Китай	0	0	3842	3930	2787	759
Индия	129	114	1016	122	3720	2205
Япония	131	2265	498	1629	3233	2935
Малайзия	0	1709	2368	1983	3233	2935
Южная Корея	718	1415	1141	2732	6341	4575
Тайвань	0	222	613	76	4968	216
Таиланд	1718	536	1436	1496	2010	1444
<b>Европа</b>						
Франция	49	360	721	136	201	1997
Германия	12 806	4978	401	492	705	2006
Венгрия	500	125	226	596	1640	1413
Италия	5602	13 787	7952	12 406	3795	9824
Нидерланды	300	1176	1527	769	92	1159
Португалия	1537	1643	1249	870	2606	2995
Испания	567	6371	1410	8167	5602	16 147
Великобритания	13 988	6329	10 579	14 485	17 692	21 594
<b>Ближний Восток и Африка</b>						
Азербайджан	0	0	0	0	1600	780
Казахстан	0	0	0	60	1100	75
Бахрейн	0	0	255	1350	1925	153
Египет	0	651	0	959	1853	2183
Оман	513	2030	677	908	1608	5671
Катар	0	1132	300	1295	6778	16 326
Саудовская Аравия	852	2176	280	820	3726	2466
ОАЭ	1096	1638	0	1855	1933	2367
Нигерия	0	0	1000	879	1650	1702
Южная Африка	127	718	333	318	261	600

Источник: Project Finance International, выпуски 233, 257, 281, 305, 329 (сводные данные).

**Финансирование под дебиторскую задолженность.** Основано на заимствованиях под фиксированную сумму доходов от бизнеса и предполагает перемещение денежных средств в SPV, сходную с проектной компанией (но обычно не стоящую на балансе реального получателя денежных средств). Эти средства можно получать от основного вида деятельности (например, сети отелей) или определенных соглашений (например, о кредите физическим лицам, о купле-продаже и т. д.). В этом случае SPV берет в долг под эти денежные средства без значительного регресса или гарантий для владельцев бизнеса, которые теперь могут привлечь финансирование, не отражаемое в балансе, а также снизить собственные хозяйственные риски. Принципиальное отличие от проектного финансирования в том, что последнее основывается на ожидаемом поступлении денежных средств от проекта, которого еще не существует. Впрочем, продажа франшизы на уже существующую дорогу является формой финансирования под дебиторскую задолженность, хотя участники соглашения могут называть ее проектным финансированием.

**Секьюритизация.** Если финансирование под дебиторскую задолженность достигается за счет привлечения средств с рынка облигаций (см. § 9.4), то ее называют секьюритизацией дебиторской задолженности. Проекты ГЧП прекрасно подходят для секьюритизации благодаря низкому уровню риска, и можно ожидать ее дальнейшего увеличения в ГЧП. Она существует в двух формах: как передача займов от банков к SPV для создания пула, предназначенного для держателей облигаций (так называемая реальная секьюритизация), или как «синтетическая» секьюритизация, когда происходит перенос риска, но займы остаются на балансе банка, и она финансируется за счет выпуска облигаций. (Хотя требование к капиталу для банка является нулевым или минимальным вследствие переноса риска.)

**Финансирование приобретения за счет заемных средств или приобретение компании ее управляющими.** Этот тип финансирования с высокой долей заемных средств помогает приобретению существующего предприятия портфельными инвесторами или управляющими компании. Как правило, происходит за счет денежных средств предприятия, отчасти — за счет стоимости его активов. Обычно не предполагает строительства нового объекта, также здесь не используются соглашения для страхования кредитов, как при проектном финансировании.

**Финансирование поглощений.** Вероятно, самую значительную долю структурированного финансирования составляет финансирование поглощений, которое позволяет компании А поглотить компанию В с привлечением заемных средств. В этом смысле оно очень похоже на предыдущий тип финансирования, но основывается на комбинации хозяйственной деятельности двух компаний. Доход и риски в этом случае выше, чем в ГЧП, но, поскольку источники финансирования перекрывают друг друга, это ведет к удорожанию проектов ГЧП (см. § 7.3.2).

**Лизинг.** Это форма финансирования под обеспечение активами, когда владельцем активов остается арендодатель (то есть кредитор), а арендатор (то есть заемщик) платит за право пользования активом (см. § 5.5.2). Основным побу-

длительным мотивом для лизинга в прошлом были налоговые льготы, связанные с передачей значительных капитальных вложений арендодателю и их возвратом к арендатору посредством выплаты незначительных сумм за аренду, которые производились бы в случае сопоставимого по величине займа (см. § 8.2). За последние годы в большинстве стран эти налоговые льготы утратили свою силу, и финансирование за счет лизинга уже редко используют в проектах ГЧП. Теперь значительные инвестиции направляются в строительство зданий и общественных сооружений (например, строительство дорог), и они обычно не предполагают такого благоприятного налогового режима, как инвестиции в оборудование.

## § 8.5. Зачем использовать проектное финансирование для ГЧП?

Как и ГЧП, проектное финансирование — сложный и медленный процесс, с высокими предварительными расходами. Их объединение, очевидно, лишь усиливает проблемы. Оно также сильно ограничивает способность владельцев проекта свободно им управлять. И все же существуют веские мотивы для использования проектного финансирования в ГЧП — оно несет преимущества и для частных инвесторов, и для государства.

### § 8.5.1. Преимущества для инвесторов

Есть ряд причин, почему инвесторы используют проектное финансирование для проектов ГЧП.

**Значительная долговая нагрузка.** Инвесторы в ГЧП обычно требуют минимальную IRR на собственный капитал, которая, вопреки теории корпоративных финансов, больше отражает уровень риска проекта, чем структуру его финансирования (см. § 7.3.2). Чем выше доля заемных средств, тем легче получить высокий доход от акций, если займы стоят дешевле продажи акций. Но надо учитывать, что в сделке по проектному финансированию более высокая доля заемных средств не означает столь же высокий уровень риска для кредиторов, и хотя стоимость заемных средств растет, но не такими темпами, как доля заемных средств в собственном капитале компании.

В табл. 8.3 приведен очень упрощенный пример выгоды, полученной от привлечения заемных средств на доходы инвестора. Обе колонки относятся к одной и той же сумме инвестиций в 1000, приносящей ежегодный доход, равный 75. Если он на 50% финансируется за счет займов, как в колонке, которая соответствует низкому уровню заемных средств (обычный уровень задолженности, возникающий при нормальном корпоративном кредите), то доход от актива будет составлять 10%. С другой стороны, если он финансируется на 90% (в духе проектного финансирования) за счет заемных средств, то доход от актива составит 21%, несмотря на рост стоимости заимствований (что будет отражать более высокий риск для кредиторов).

Необходимо отметить, что это очень упрощенный пример и, как будет показано ниже, доля заемных средств определяется требованиями кредиторов относительно создания резерва денежных средств, который, в свою очередь, действительно может повлиять на величину дохода на капитал в рамках проекта (см. § 10.7).

**Табл. 8.3.** Положительное влияние заемных средств на доход инвесторов

	Низкий уровень заемных средств	Высокий уровень заемных средств
Затраты на проект	1000	1000
(a) Заимствования	500	900
(b) Собственный капитал	500	100
(c) Доход от проекта (ежегодный)	75	75
(d) Ставка процента по займам (годовая)	5%	6%
(e) Задолженность по процентам [(a) × (d)]	25	54
(f) Прибыль [(c) – (e)]	50	21
Доход на собственный капитал [(f) ÷ (b)]	10%	21%

Значительным заимствованиям со стороны проектных компаний способствует то, что в целом сложнее привлечь капитал, чем заем. А если необходимость в привлечении большего объема капитала связана с необходимостью привлечения большего числа инвесторов, это лишь усложняет управление проектом (особенно на этапах конкурса и строительства). Более того, если привлекается много инвесторов, первоначальные спонсоры могут потерять контроль над проектом.

**Распределение и ограничение риска.** Проектное финансирование — схема, позволяющая группам инвесторов спокойно работать вместе, что, в свою очередь, распределяет риски. Инвестор, который участвует в проекте и занимается привлечением средств путем проектного финансирования, обычно не обязан предоставлять гарантию выплаты долга. Его риск ограничивается величиной его капитальных вложений, а его хозяйственная деятельность в целом обычно не страдает от провала определенного проекта. То есть имеет место ограничение опасности «заражения риском» от этого проекта прочей деятельности инвестора.

В сущности, в обмен на сравнительно небольшую плату (долю акционерного капитала) спонсор устанавливает опционную цену, с учетом которой он может сохранять инвестиции за собой в случае успеха или продать, если провал конкретного предприятия сильно отразится на прочих видах его деятельности.

Отметим еще, что одним из самых рискованных этапов проекта ГЧП является организация и проведение конкурса, а создание партнерства на этом этапе, очевидно, также ведет к снижению риска.

**Неравноправные партнерства или объединение возможностей.** Для реализации крупных проектов ГЧП, где проектное финансирование позволяет

совместно работать участникам с разными финансовыми возможностями, требуется очень небольшой собственный капитал — благодаря значительной доле заемных средств в капитале компании. Вполне нормально, например, когда инвесторами в проекте строительства школы по типу PFI выступают крупный банк, строительная фирма и компания, занимающаяся эксплуатацией, содержанием и текущим ремонтом объекта. Их финансовые возможности сильно различаются, но каждый привносит в объединение свое. Этот аспект схемы проектного финансирования к тому же облегчает государственным органам участие в качестве учредителя в совместном предприятии ГЧП.

**Долгосрочное финансирование.** Кредиты для проектного финансирования, как правило, выдаются на более длительный срок, чем кредиты корпоративным заемщикам. Долгосрочное финансирование необходимо, если у профинансированных активов высокая стоимость, которую нельзя вернуть через короткое время без роста расходов. А их включают в стоимость конечного продукта. Итак, срок кредитования для проектов ГЧП может составлять 20–30 лет, а обычных кредитов корпоративных заемщиков — 5–7 лет. Парадоксально, но долгосрочный кредит способен снизить риск неплатежей в первые годы, когда величина денежной наличности наиболее неопределенная. Это происходит посредством снижения суммы денежной наличности, необходимой для ежегодных выплат по долгам.

**Кредитоспособность.** Финансирование без права регресса, которое привлекает любое аффилированное лицо проектной компании, обычно свидетельствует не в пользу кредитных линий для корпоративных заемщиков. Оно способствует увеличению общей кредитоспособности инвестора, а значит, дает возможность одновременно участвовать в нескольких крупных проектах. Точно так же кредитный рейтинг компании вряд ли ожидает понижение, если риски, связанные с ее капиталовложениями в проект, ограниченные схемой проектного финансирования, также позволяют делать вложения в большее количество проектов.

**Внебалансовые операции.** Если инвестор вынужден взять заем, чтобы затем вложить его в проект, это отразится в его балансовой ведомости. Схема проектного финансирования позволяет инвестору не вносить заем в сводный баланс. Но так обычно происходит, если инвестор — миноритарный акционер, а это возможно, когда владельцами проекта являются другие партнеры.

Иногда то, что заимствования не отражаются в балансе, полезно для оценки компании на финансовом рынке. Но акционерам и кредиторам следует учитывать риски, связанные с внебалансовыми операциями, которые, как правило, упоминаются в примечаниях к опубликованным отчетам, даже если и не были включены в баланс. Проектное финансирование существует не только для того, чтобы не учитывать заимствования в балансовой ведомости инвесторов.

Впрочем, есть еще одно преимущество, а именно — инвестирование в проект посредством неконсолидированной аффилированной компании. Оно приносит пользу на этапе строительства, когда проект висит мертвым грузом, поскольку необходимы значительные капиталовложения, которые будут отражаться в балансе компании, не принося никакого дохода.



Кроме того, схема проектного финансирования позволяет субподрядчикам проводить более четкую границу между подрядной и инвестиционной деятельностью (см. § 7.2.1).

### § 8.5.2. Преимущества для государственных органов

Схема проектного финансирования в проектах ГЧП может в равной мере быть полезной для государственных органов и для программы ГЧП данной страны в целом.

**Снижение расходов.** Использование значительной доли заемных средств помогает снизить расходы госсектора. Это можно увидеть на примере расчетов в табл. 8.3 (только в обратном порядке). Представим, что инвестору необходимо получить доход на уровне 15%. Далее, как показано в табл. 8.4, чтобы получить доход в 100 годовых, надо прибегнуть к финансированию с незначительной долей заемных средств. Но 69 можно получить лишь со значительной долей заемных средств, а это означает соответствующее снижение платы за услуги. (Однако, как и в случае с табл. 8.3, необходимо подчеркнуть, что пример очень упрощен.)

Итак, если государственные органы хотят достичь наименьших затрат и могут повлиять на способ финансирования, им надо поощрять проектное финансирование. Например, дав добро на соглашение о ГЧП, которое соответствует требованиям проектного финансирования относительно распределения риска между государственным и частным секторами.

**Табл. 8.4.** Влияние доли заемных средств на плату за услуги

	Низкий уровень заемных средств	Высокий уровень заемных средств
Затраты на проект	1000	1000
(a) Заимствования	500	900
(b) Собственный капитал	500	100
(c) Требуемая доходность капитала [(b) × 15%]	75	75
(d) Ставка процента по займам (годовая)	5%	6%
(e) Задолженность по процентам [(a) × (d)]	25	54
Требуемый доход [(c) + (e)]	100	69

**Усиление конкуренции.** По причинам, о которых говорилось выше, проектное финансирование позволяет инвесторам участвовать в большем количестве проектов для увеличения финансовой устойчивости. Это должно вызвать усиление конкуренции на рынке проектов и пойти на пользу государству.

**Роль кредиторов.** Государственные органы выигрывают от проведения независимой комплексной юридической оценки и контроля, которыми пользуются кредиторы (см. § 9.3.4), желающие убедиться, что проект жизнеспособен.

собен и что обязательства перед госорганами можно выполнить, избегая риска. Техника проектного финансирования основана на распределении риска, и комплексная юридическая оценка прекрасно сочетается с общей теорией переноса риска — одним из доводов в пользу ГЧП (см. § 2.6). Следовательно, участие третьих лиц, особенно кредиторов и их консультантов, в структуре ГЧП обуславливает тщательную проверку, выявление всех слабых мест, прежде чем госорганы возьмут на себя обязательства, связанные с началом проекта. Впрочем, кредиторы всегда желают убедиться, что риски принимают на себя прежде всего субподрядчики и госорганы, а не проектная компания (см. § 14.2). Более того, кредиторы часто выступают в роли доверенных лиц спонсоров при повторных переговорах по соглашению о ГЧП, то есть если они и находятся на чьей-то стороне, то на стороне спонсоров, а не госсектора.

К тому же после подписания соглашения о ГЧП кредиторы постоянно контролируют деятельность проектной компании (см. главу 12) и тем самым обеспечивают соблюдение требований.

**Прозрачность.** Поскольку проектное финансирование — автономный процесс (то есть оно связано с активами и обязательствами, расходами и доходами в рамках определенного проекта), то настоящую стоимость услуг можно легко отследить и оценить. Это отлично сочетается с необходимостью в прозрачности ГЧП (см. § 2.10).

### § 8.5.3. Корпоративные финансы

Хотя проектное финансирование наиболее распространено в ГЧП, часто альтернативой ему выступает корпоративное финансирование — за счет собственных средств инвестора. В этом случае инвестор использует имеющуюся наличность и кредитные линии для оплаты расходов на проект или при необходимости открывает новые кредитные линии, даже привлекает новый капитал в форме акций.

Получение корпоративного кредита обычно не представляет сложности, происходит быстро, а стоимость его невелика при условии, что состояние баланса и динамика прибыльности инвестора приемлемы. В схеме корпоративного финансирования, которое используется для ГЧП, проектная компания обычно является дочерней компанией, находящейся в полной собственности инвестора, либо инвестор напрямую заключает проектное соглашение с госорганами.

Разумеется, затраты на финансирование и дополнительные затраты будут ниже, чем при проектном финансировании. Это означает снижение расходов государства в зависимости от общего уровня стоимости капитала, предоставляемого инвестором. Но очевидно, что все зависит от состояния баланса инвестора и его финансовых возможностей. Поэтому корпоративное финансирование обычно применяется к небольшим ГЧП или тем, где уровень капиталовложений ниже, чем в ГЧП для долгосрочного оказания услуг.

## Глава 9. **Финансирование частных компаний: источники и процедуры**

### § 9.1. **Введение**

В этой главе рассматриваются основные источники финансирования частных компаний, участвующих в проектах ГЧП на условиях проектного финансирования. Использование средств частных компаний для финансирования ГЧП обсуждается в главе 17.

Один из первых шагов для защиты своих капиталовложений, которые обычно предпринимает участник конкурса на создание ГЧП, — наем консультанта по финансовым вопросам, имеющего опыт работы со схемой проектного финансирования и ГЧП (§ 9.2). Два основных источника заимствований, которые делают частные компании в рамках проектного финансирования, — коммерческие банки (§ 9.3) и покупатели облигаций (§ 9.4). Банки дают долгосрочные кредиты, а держателями облигаций, как правило, являются инвесторы, занимающиеся приобретением долгосрочных активов, например страховые компании и пенсионные фонды. Они покупают долгосрочные облигации (долговые обязательства, которые можно продать), выпущенные проектными компаниями. (В этой книге термин «кредитор» означает либо банк, предоставляющий кредит, либо лицо, приобретающее облигации.)

Несмотря на все отличия в законодательной базе, процедурах и специфике рынков, критерии предоставления займов на этих рынках, в общем-то, одни и те же, но у всех них свои преимущества и недостатки (§ 9.5). Долг второй очереди (мезонинный долг, который предоставляют третьи лица) также может сыграть определенную роль в финансировании проектов ГЧП (§ 9.6).

### § 9.2. **Роль консультанта по финансовым вопросам**

Если у спонсоров нет опыта участия в ГЧП, то существует высокая вероятность проблем на этапе переговоров, которые впоследствии пойдут вразрез с положением дел на рынке проектного финансирования. Поэтому участники конкурсов, даже те, у кого в штате есть специалисты по проектному финансированию, обычно обращаются к независимым консультантам, дабы убедиться, что выбрали верный путь. Консультант по финансовым вопросам, как правило, должен обладать хорошим послужным списком с указанием схожих проектов ГЧП, к успешному финансированию которых имел непосредственное отношение.

Роль его намного шире той, что требуется для корпоративного кредитования, где работа в основном сводится к структурированию финансов. Одна

из самых распространенных ошибок спонсоров — заключение соглашения, которое кажется выгодным, но неприемлемо с точки зрения проектного финансирования. Например, риск не перенесен на субподрядчиков, и значительная его часть осталась на проектной компании. Это произошло потому, что госорганы изначально стремились как можно больше рисков перенести на частный сектор (см. § 14.2). Финансовый консультант во время комплексной проверки должен предусмотреть возникновение таких ситуаций (см. § 9.3.4) и удостовериться, что они нашли отражение в проектных соглашениях и других документах.

Условия найма финансового консультанта определяются соответствующим соглашением, которое обычно подписывают спонсоры. (Они могут передать право заключения соглашения о предоставлении консультационных услуг проектной компании на заключительных этапах реализации проекта.) Работа финансового консультанта, как правило, включает следующие обязанности:

- помощь при подготовке финансовой модели проекта;
- консультирование относительно источников заимствований и вероятных условий их предоставления;
- консультирование по вопросам создания оптимальной финансовой схемы для проекта;
- консультирование относительно последствий проектных соглашений, связанных с финансированием;
- помощь в подготовке заявки на участие в конкурсе;
- помощь при проведении переговоров с государственными органами;
- подготовка информационной записки для презентации проекта участникам финансовых рынков;
- консультирование по выбору коммерческих банков в качестве кредиторов и размещения облигаций;
- помощь в переговорах по финансовой документации.

Как сказано выше (см. § 6.7.1), государственный сектор в основном прибегает к услугам крупных аудиторско-консалтинговых компаний. Международные банки (или местные банки на определенных рынках) оказывают консультационные услуги, как правило, вместе с предоставлением займов, о чем говорится в § 9.3.2. Консультированием также занимаются инвестиционные банки (то есть банки, которые организуют финансирование, но обычно сами не дают ссуды), консультационные фирмы, специализирующиеся на проектом финансировании, и частные консультанты. В табл. 9.1 указаны основные консультанты, специализирующиеся на проектах в целом (не только на проектах ГЧП, хотя последние, вероятно, составляют большинство). Их можно сравнить с похожими данными из табл. 6.1. И здесь лидерами являются две аудиторско-консалтинговые компании, но участники конкурсов обращаются к ним реже, чем государственный сектор. Обычно услуги финансовых консультантов оплачиваются в виде аванса по фиксированной или повременной ставкам и в виде премии по завершении сотрудничества. Большая часть представительских услуг, таких как поездки и пр., также оплачивается спонсорами. Эти затраты относят на счет проектной компании в установленном порядке и включают в расходы на реа-

лизацию проекта. Финансовые консультанты часто работают на спонсоров при проведении конкурса и начинают получать гонорар по достижении результата — после того как их клиент становится победителем. И, возможно, заканчивают работу еще до оформления финансовых аспектов проекта.

**Табл. 9.1.** Обращения участников конкурса за консультациями по проектному финансированию в 2005 году

Организация	Тип	Количество обращений
PricewaterhouseCoopers	Аудиторско-консалтинговая компания	36
Ernst & Young	Аудиторско-консалтинговая компания	33
Royal Bank of Canada	Банк	28
Macquarie	Инвестиционный банк	14
CIT Group	Учреждение, которое занимается финансированием под обеспечение активами	12
Dexia	Банк	11
Investec	Инвестиционный банк	10
Société Générale	Банк	9
Banco Espirito Santo	Банк	7
ING Bank	Банк	7
IXIS (Groupe Caisse d'Épargne)	Банк	7
Прочие участники (с шестью или меньшим количеством обращений)		54
	Итого	236

*Источник:* Project Finance International (выпуск 329, от 25 января 2006 года).

Консультации играют очень важную роль, но им не обязательно быть дорогостоящими (их стоимость составляет около 1% от расходов на приобретение основного капитала для проекта средних размеров). Расходы можно снизить, если обращаться в небольшие фирмы и к частным консультантам. Но не очень опытные спонсоры могут чувствовать себя неловко оттого, что у их консультантов нет громких имен. Хотя и здесь не обходится без риска: высококвалифицированный консультант предполагает, что финансирование для проекта найдется, а кредитный рынок решает иначе.

### § 9.3. Коммерческие банки

Коммерческие банки — самый главный источник проектного финансирования для ГЧП. В 2005 году они предоставили кредитов на 140 миллиардов долларов США, или около 85% от всего объема проектного финансирования, приведенного в табл. 8.1. (Хотя надо заметить, что в некоторых случаях это были не новые займы, а рефинансирование старых долгов на более выгодных условиях.)

### § 9.3.1. Основные банки, занятые проектным финансированием

На рынке международного проектного финансирования существует нестабильный узкий круг из 20–30 международных банков, которые играют ключевую роль в сведении вместе крупных сделок, где бы они ни заключались. Впрочем, в странах с развитой программой ГЧП местные банки также играют ведущую роль в проектном финансировании ГЧП (табл. 9.2).

**Табл. 9.2.** Ведущие банки в сфере проектного финансирования в 2005 году

		Общая стоимость подписки (млн долларов США)	Количество проектов	Средний размер подписки (млн долларов США)
Royal Bank of Scotland	Великобритания	8891	54	165
BNP Paribas	Франция	7648	48	159
Société Générale	Франция	7214	37	195
Calyon	Франция	6912	59	117
Mizuho Financial	Япония	5530	38	146
Caja Madrid	Испания	3859	16	241
Bank of Tokyo-Mitsubishi	Япония	3633	44	83
Westdeutsche Landesbank	Германия	3620	36	101
Dexia	Бельгия	3545	31	114
Royal Bank of Canada	Канада	3512	11	319
HSBC Bank	Великобритания	3624	28	129
Barclays Bank	Великобритания	3074	20	154
ING	Нидерланды	2862	28	102
Sumitomo Mitsui Banking Corp.	Япония	2815	34	83
Hypovereinsbank	Германия	2802	27	104
Standard Chartered	Великобритания	2734	18	152
Citigroup	США	2635	21	125
ABN Amro	Нидерланды	2630	21	125
Banco Bilbao Viscaya Argentaria	Испания	2619	28	94
Credit Suisse First Boston	Швейцария	2589	10	259
Другие (180 банков)		57 555		
	<b>Итого</b>	<b>140 303</b>	<b>513</b>	<b>273</b>

Источник: см. табл. 9.1.

В большинстве международных коммерческих банков есть специальные отделы, которые занимаются сведением сделок по проектному финансированию. Существует три основных подхода при организации таких отделов.

**Отделы проектного финансирования.** Более крупные подразделяются на двенадцать отраслевых подотделов, которые соответствуют основным секторам проектного финансирования, таким как энергетический, инфраструктурный (включая ГЧП) и природных ресурсов. Сосредоточение специалистов в одном месте обеспечивает эффективное использование ресурсов, взаимное обогащение опытом. Впрочем, такие отделы не могут предоставить клиентам самый оптимальный перечень услуг. Вероятно, лишь небольшое количество банков сохранило у себя подобные отделы.

**Отделы структурированного финансирования.** Как упоминалось в § 8.4.2, разница между проектным финансированием и другими видами структурированного финансирования довольно неопределенная. Поэтому проектное финансирование зачастую входит в обязанности более крупного отдела структурированного финансирования. Банки могут предлагать более обширный перечень услуг, однако есть опасность, что проектное финансирование не будет вписываться в работу отдела, поскольку другие виды структурированного финансирования связаны с более коротким временным периодом.

**Отраслевые отделы.** Специалисты в определенной отрасли (например, электроэнергетика, добыча полезных ископаемых или строительство зданий, объектов инфраструктуры и ГЧП) собираются в одном отделе. Если в какой-то отрасли существует постоянная необходимость в проектном финансировании, то специалисты с соответствующим опытом формируют часть команды. Она оказывает полный спектр услуг клиентам банка, но это, скорее всего, препятствует обмену опытом между специалистами в области проектного финансирования, работающими в разных отраслях.

Необходимо отметить, что банки не всегда проводят последовательную политику в проектном финансировании. Так, Bank of America, Deutsche Bank и UBS, прежде успешно практиковавшие проектное финансирование, свернули свои операции. Citibank, который занимал первое место на рынке, разместив в 2004 году ценных бумаг на 6,4 миллиарда долларов США, в 2005-м сдал свои позиции, как показано в табл. 9.2. Затем и вовсе ушел с этого рынка. Проблема с проектным финансированием, с точки зрения таких банков, в том, что это по сравнению с другими видами структурированного финансирования процесс медленный, требующий больших затрат рабочего времени. Величина доходов непредсказуема (один большой проект увеличивает комиссионные доходы в одном квартале, но этот уровень не обязательно сохраняется в следующем). Тем не менее статистические данные из Project Finance International показывают, что число банков, занимающихся андеррайтингом в сфере проектного финансирования, выросло со 105 в 2000 году до 200 в 2005 году. Значит, исчезновение некоторых лидеров с рынка не повлияло на его способность к расширению (см. § 14.2, где речь о том, как повлияли на рыночную ситуацию требования к размеру капитала, определенные в документе под названием Basel II).

Поэтому если программа ГЧП в стране предлагает постоянные возможности для ведения бизнеса, то это должно послужить гарантией, что коммерческие банки готовы предоставить специалистов и взять на себя обязательства по кредитам.

### § 9.3.2. Организаторы облигационных займов и финансовые консультанты

Обычно при организации облигационных займов для проектного финансирования на роль главного организатора назначают один или несколько банков, готовых провести подписку и разместить облигации на рынке. (Для их обозначения используются и другие термины, например главный андеррайтер.) Ключевой критерий при выборе главного организатора займов — опыт предоставления кредитов аналогичным проектам ГЧП. Другим критерием часто выступает сотрудничество с одним или несколькими спонсорами в качестве банковского учреждения. Комиссионные, которые получает главный организатор, в основном зависят от успешного завершения финансирования, хотя возможна небольшая предоплата и оплата представительских расходов (обычно берут на себя спонсоры). Один из первых вопросов — когда именно необходимо привлечь главного организатора займов. В идеале, чтобы получить наилучшие условия финансирования, спонсору сначала надо подготовить весь пакет документации по проекту, затем разослать приглашения нескольким банкам на участие в конкурсе. То же самое могут потребовать от спонсоров и государственные органы (см. § 16.2). Значит, им придется воспользоваться услугами финансового консультанта для сбора пакета документов или сделать это самостоятельно — при наличии соответствующего опыта.

Другой путь — заключить на ранних этапах соглашение с банком, в соответствии с которым он будет выступать финансовым консультантом и главным организатором займов. Это снизит размер комиссии за оказание услуг по консультированию и размещению займов, а также гарантирует, что информация, предоставленная банком в рамках консультаций, согласуется с тем, что банк сам намеревается сделать, а значит, проект заслуживает финансирования. Более того, множество крупных банков — игроков на рынке — не заинтересованы в оказании только услуг по консультированию, не приносящих гарантированного дохода и требующих несоизмеримых с ним затрат рабочего времени — по сравнению с организацией размещения займов. Такие банки заинтересованы в финансовом консультировании, только если они будут выступать в роли главного организатора займов.

В этом случае спонсоры и главный организатор займов подписывают письмо об организации синдицированного финансирования, которое предусматривает оказание услуг по консультированию, намерение банка провести размещение подписки на требуемую сумму с учетом результатов комплексной юридической оценки, раскредитовки и соглашения об уточнении условий дальнейшего сотрудничества. В нем также может содержаться некоторая информация о ценах и прочих условиях кредитования, хотя это и трудно на начальном этапе



сделки. Подписав это письмо-поручение, банк не берет на себя никаких юридических обязательств. Это лишь заявление о намерениях, хотя и серьезных (если сделка не будет заключена, то получится, что банк проделал значительный объем работы бесплатно или почти бесплатно).

Очевидная проблема в том, что банк не испытывает давления со стороны конкурентов (даже если перед этим и проводился какой-то конкурс на право подписания данного письма), а значит, спонсоры, скорее всего, не смогут рассчитывать на самое выгодное предложение по финансированию. Впрочем, это может быть приемлемой ценой за экономию на комиссионных, за более эффективное проведение подписки и большую определенность в привлечении финансирования. Разумеется, на решение также влияют взаимоотношения, установившиеся между спонсором и банками. В процесс допустимо привнести некоторую долю конкуренции, если назначить главным организатором займов сразу два банка, при необходимости заключив с каждым из них соглашение на проведение подписки в полном объеме. Если один из банков станет нарушать правила, то от его услуг можно отказаться, а второй банк его заменит. Впрочем, такая схема не подходит для небольших проектов. В крупных проектах на раннем этапе возможно назначение разных лиц на роли финансового консультанта и главного организатора займов, чтобы получить более взвешенные рекомендации, хотя это и увеличит сумму расходов на проведение конкурса.

### § 9.3.3. Письма обязательства и письма о намерениях

Если государственные органы желают провести конкурс, исключаяющий последующие переговоры (см. § 6.3.8), они могут потребовать, чтобы участники взяли на себя обязательства по его финансированию. Это значит, что банки должны провести комплексную юридическую экспертизу (см. § 9.3.4), подготовить полный пакет документов для получения финансирования (см. глава 10), получить согласие на выдачу кредита. Возможно, банки даже успеют достичь с участниками конкурса соглашения относительно кредитной документации, чтобы те могли показать — есть возможность получить финансирование, а значит, проект начнется без задержек. Недостаток такого подхода в том, что обязательство банка на проведение подписки потребует выплаты комиссионных (см. § 10.4.3) и значительных затрат на юридические и консультационные услуги, а участники могут и не пожелать платить за все это, не будучи уверены, что станут победителями. В таком случае государственные органы обычно покрывают в рамках оговоренной суммы расходы проигравшим участникам (см. § 6.4.5). Однако у них нет серьезных оснований требовать от каждого участника принятия на себя всех обязательств, если только это не связано с каким-то неизвестным фактором, касающимся организации проекта или риска, а значит, и сомнений насчет условий финансирования.

Поэтому обычно банки дают спонсорам письма о намерениях (письма о заинтересованности) в поддержку собственных заявок на участие в конкурсе. Оно обычно короткое — примерно две страницы — и:

- подтверждает заинтересованность банка в участии после изучения проектов соглашений, по содержанию которых они могут получить юридические консультации;
- в нем излагаются основные положения и степень обязательств по финансированию проекта, которые банки готовы принять на себя;
- подтверждает, что банк видит все основания для завершения оформления финансовых аспектов проекта в срок, как того требуют государственные органы;
- в нем говорится, что данное письмо не означает принятия банком каких-либо обязательств в рамках действующего законодательства, и указывается, что, помимо всего прочего, требуется проведение полной комплексной юридической оценки и окончательное решение о предоставлении кредита.

Если письмо содержит требование, чтобы спонсоры вели дела исключительно с указанным банком, то его можно считать письмом об организации синдицированного финансирования. Либо спонсоры получают несколько подобных писем от разных банков. В них содержится первичное подтверждение, что заявка, подготовленная спонсорами для участия в конкурсе, соответствует здравому смыслу и реальному положению дел, что банки могут предоставить требуемый объем финансирования. Хотя банки относятся к этим письмам со всей серьезностью, их не следует считать гарантией. Многие подают такие письма без какой бы то ни было процедуры принятия решения о предоставлении кредита в рамках самого банка. То есть на них не стоит возлагать слишком большие надежды, так как часто это просто заявление о намерении участвовать в проекте.

Если спонсоры пользуются услугами финансового консультанта, то он также готовит для конкурса письмо-подтверждение, где удостоверяет возможность успешного финансирования проекта.

#### § 9.3.4. Комплексная юридическая оценка со стороны кредиторов

Проектная компания, в отличие от любого корпоративного заемщика, не имеет истории деловых операций, которая может служить основой для принятия решения об инвестировании. Поэтому кредиторам следует убедиться, что они вернут свои деньги, особенно принимая во внимание дополнительный риск, связанный с высоким уровнем заимствований, которым характеризуется проектное финансирование. Это значит, необходима уверенность в том, что:

- проект завершится в срок без превышения бюджета;
- величина доходов и операционных расходов предсказывается с определенной долей вероятности;
- достаточная величина сальдо движения кассовой наличности от проекта позволит своевременно и в полной мере выплачивать долги; финансовое состояние проекта также должно быть достаточно устойчивым для решения любых отдельных проблем.

Так что кредиторам надо особенно тщательно изучить условия проектных соглашений, поскольку они служат основой для определения затрат на строительство и величины операционного потока от операционной деятельности, а также оценить риски, присущие проекту. Поскольку возможности проектной компании по принятию рисков невелики (из-за высокой доли заемного капитала), кредиторам необходимо убедиться, что риски распределены между остальными участниками либо — там, где это возможно, — снижены при помощи других способов (см. § 14.2). Оценка может замедлить процесс и создать препятствия для реализации проекта ГЧП, особенно если кредиторы, прямо или косвенно, принимают участие в переговорах по соглашениям (см. § 6.3.8), но это неизбежное следствие привлечения займов для проектного финансирования. Чтобы помочь комплексной юридической оценке, главные организаторы займа, госорганы (см. § 6.7) и спонсоры (см. § 7.7), нанимают независимых консультантов (за счет спонсоров и проектной компании). Так обеспечивается следующее.

**Юридические консультации.** Услуги юристов потребуются как при оформлении документов для привлечения займов и страховых документов, так и при изучении проектных соглашений. Их собственные расходы и расходы кредиторов на привлечение консультантов по юридическим вопросам составляют одну из основных статей расходов спонсоров на этапах проведения конкурса и реализации проекта. Они становятся частью общих капитальных затрат (см. § 10.3.2) и в конце концов включаются в плату за услуги. Хотя обычно спонсоры принимают на себя риск превышения этих расходов. Лучше всего юридические услуги приобретать за фиксированную плату, а при невозможности этого — внимательно следить за соответствующими расходами. Если услуги юристов оплачиваются почасовым образом, то у кредиторов, которые получают фиксированную оплату, есть стимул переложить на юристов проведение комплексной юридической оценки и оптимизировать использование рабочего времени собственным сотрудникам, участвующим в проекте. Типичный пример — использование юристов в качестве секретарей на заседаниях, посвященных обсуждению коммерческих и финансовых (а не юридических) вопросов, или при подготовке соглашения об основных условиях (см. § 9.3.5). Поэтому спонсоры должны согласовать объем работ юридических консультантов, приглашенных кредиторами, и четко фиксировать их временные затраты.

**Технические консультации.** Кредиторам потребуется консультация (инжиниринговой компании или компании, осуществляющей технический надзор) относительно:

- стоимости и технико-экономического обоснования строительства;
- стоимости эксплуатации, содержания и технического обслуживания объекта;
- прочих операционных расходов (когда это актуально);
- технических деталей проектных соглашений.

**Консультации по рыночным рискам.** Если речь идет о концессии или о соглашении по типу PFI, связанных с переносом риска недостаточной

загрузки объекта, то появляется необходимость в консультанте, который изучит этот риск, например при помощи моделирования или исследования моделей на предмет насыщенности транспортного потока и размера платежей (см. § 14.8.1).

**Консультации по страхованию проекта.** Крупные международные страховые брокеры имеют в своей структуре отделы, которые специализируются на консультационных услугах кредиторам, участвующим в крупных проектах, когда страхование является важным фактором обеспечения безопасности их займов (см. § 12.4).

**Аудит финансовой модели.** Важность финансовой модели, а также компании, которая занимается аудитом модели, для реализации проекта и проведения комплексной юридической оценки обсуждается в главе 10.

В ходе комплексной юридической оценки финансовые консультанты или главные организаторы займов играют активную роль в дальнейших или повторных переговорах по проектным соглашениям, так как необходимо убедиться: участники осознают финансовые последствия соглашений. Любые изменения, благоприятные для спонсоров, обычно благоприятны и для кредиторов, поэтому спонсоры часто привлекают банки для усиления своих позиций при проведении переговоров с государственными органами.

Комплексная юридическая проверка полезна для государственных органов, несмотря на дополнительный объем работ и затрат, поскольку помогает проверить жизнеспособность проекта и обеспечить ее в долгосрочном периоде (см. § 2.9.8). Впрочем, государственные органы также должны проводить свою комплексную юридическую проверку схемы и условий финансирования (см. § 6.5.3, 8.5.2).

### § 9.3.5. Соглашение об основных условиях, подписка и документация

По мере развития финансовой схемы создается соглашение об основных условиях финансирования (этот вопрос подробно обсуждается в главе 10). Оно может превратиться в тщательно разработанный документ, особенно если юристы банка принимали участие в его составлении, и чревато существенным увеличением расходов на консультантов по юридическим вопросам. Лучше, если обсуждение соглашения будет касаться коммерческих, а не юридических аспектов, хотя их трудно разграничить.

Проект соглашения может стать основой для подготовки запросов по финансированию от вероятных главных организаторов займа либо впоследствии помочь им принять на себя обязательства по финансированию проекта.

Последний вариант соглашения об основных условиях дает главным организаторам займа возможность подготовить предложения по внутреннему кредиту и получить необходимые разрешения на предоставление займа. Проектное финансирование и последующее предложение о займе обычно изучаются в специальном кредитном отделе и могут предоставляться в официальный кредитный комитет для одобрения. В банках должна быть хорошо налажена связь между командой по проектному финансированию и группой, занятой

кредитованием, особенно если банк выступает как главный организатор займов. Реализация проекта ГЧП длится долго, и, если выдачу займа запретят на завершающем этапе по причинам, связанным с условиями кредитования, это серьезно скажется как на спонсорах, так и на государственных органах (и не очень-то поспособствует развитию бизнеса банка в сфере проектного финансирования). С другой стороны, банк не может получить окончательное разрешение на выдачу кредита в начале застройки, поскольку схема сделки, вероятно, еще не определена окончательно. Поэтому спонсорам и государственным органам нужна уверенность, что главный организатор займа имеет соответствующий опыт и репутацию.

После получения разрешения на выдачу кредита главный организатор займа может дать гарантию размещения подписки, для этого он обычно подписывает соглашение об основных условиях. В нем определяется конечная дата подписания всей документации, поскольку банки должны повторно обратиться за внутренним разрешением на выдачу кредита, если их заем не был одобрен в приемлемый срок. Подписание соглашения все-таки остается лишь моральным обязательством, так как обязательства банков обычно означают проведение дальнейшей комплексной проверки проектных соглашений, соглашения о финансировании и документации для страхования. Техническим и прочим консультантам банка также, вероятно, придется провести комплексную проверку. Несмотря на то что к соглашению об основных условиях в банках относятся серьезно, они, как правило, отказываются от проведения подписки в случае значительных изменений, связанных либо с самим проектом, либо со страной его базирования, либо на рынке в целом.

Следующий этап финансирования — переговоры по документации, стандартные положения которой рассматриваются ниже. После чего спонсоры наконец получают гарантию. Но даже на этой стадии банки могут и не предоставить финансирование, так как существует множество предварительных условий, которые придется выполнить, прежде чем наступит день завершения формальных аспектов проекта (см. § 6.5.4) и откроется кредит.

Организация проектного финансирования — длительный процесс. В ходе комплексной юридической проверки возникают вопросы, которые еще больше замедляют его. Если проект представлен потенциальным главным организаторам займа в виде полного пакета документов, то он займет по меньшей мере три месяца перед подписанием кредитных документов. Обычно же банки работают над финансовыми аспектами крупного проекта ГЧП на протяжении года или более.

### **§ 9.3.6. Организация ведущим банком синдиката для предоставления кредита**

При потребности в значительных займах главный организатор займов может переложить часть их на другие банки, сохраняя за собой комиссионные и проведение подписки. Существует много банков, которые занимаются проект-

ным финансированием в качестве субгарантов или участников синдицированного займа. Одни из них участвуют в кредитовании в собственных странах, а другие — в разнообразных кредитных синдикатах по всему миру, организованных более крупными игроками на рынке. Главные организаторы займов готовят сборник материалов для переуступки кредита («синдикации»), самой важной частью которого является информационная записка. В основу могут быть положены предварительный информационный меморандум, изначально подготовленный спонсорами, материалы из приглашения на участие в тендере или приглашения на участие в переговорах, подготовленных государственными органами. В информационном меморандуме (объемом около 100 страниц) содержится подробное описание сделки. Он включает:

- краткий обзор проекта, историю и цель его создания;
- информацию о проектной компании, ее владельцах, организационной структуре и руководстве;
- финансовую и прочую информацию о спонсорах, включая их опыт реализации похожих проектов и характер участия в данном проекте;
- информацию об участниках проектных соглашений;
- техническое описание строительных работ, эксплуатации и содержания объекта;
- при необходимости — информацию об использовании объекта, например статистические данные и прогнозируемые объемы транспортного потока;
- краткое изложение основных положений соглашения о ГЧП и других проектных соглашений;
- проектные расходы и финансовый план;
- оценку степени риска (см. § 14.3);
- анализ финансового состояния, включая базовый вариант финансовой модели (см. § 10.3.8) и анализ чувствительности конъюнктуры (см § 10.3.6);
- подробный перечень условий финансирования (см. § 9.3.5).

Другими словами, информационный меморандум содержит краткий обзор структуры проекта и всего процесса комплексной юридической оценки, который позволяет ускорить проведение кредитного анализа банками — возможными участниками размещения займа. (Если документ имеет четкую структуру и хорошо написан, то он может быть полезным справочником по проекту и его финансированию для сотрудников проектной компании и государственных органов.) Меморандум дополняют отчеты и информация:

- копия финансовой модели с образцом аудиторского отчета (см. § 10.3.7);
- отчет технического консультанта (см. § 9.3.4) с результатами проведенной им комплексной проверки;
- при необходимости — отчет технического консультанта относительно риска, связанного с недостаточной загрузкой объекта и ожидаемой доходностью проекта;
- сводка юридических аспектов проекта — при необходимости;
- отчет о страховании, подготовленный страховым консультантом;
- ежегодные отчеты или другая информация о различных участниках проекта.

Спонсоры и проектная компания принимают активное участие в создании информационного меморандума, который они проверяют на точность и достоверность. Государственные органы также могут изучить его.

Официальные презентации для банков — потенциальных участников подписки проводятся главными организаторами займа, спонсорами и другими участниками проекта, в их число могут входить и государственные органы. Иногда организуются выездные презентации для инвесторов в различных финансовых учреждениях. Банкам — потенциальным участникам подписки обычно дается три-четыре недели, чтобы обдумать полученную информацию и принять решение об участии. После чего им передают документы для изучения — и через две-три недели они могут подписаться на финансирование проекта.

Как правило, проектная компания не несет никакого риска в связи с успехом или провалом организации синдиката, к этому моменту подписка уже должна быть проведена главными организаторами займа. Государственным органам и спонсорам следует принять все меры, чтобы главные организаторы займов не затягивали подписание кредитных документов до тех пор, пока не будет организован синдикат и не исчезнет их риск, связанный с проведением подписки. Точно так же организация синдиката не должна беспокоить государственные органы. (Иногда положение о «праве изменения условий размещения при недостаточном количестве заявок» дает банкам, участвующим в подписке, некоторую свободу в определении цены кредита перед созданием синдиката в случае размещения большого займа, чтобы цена соответствовала изменениям, происходящим на кредитном рынке. Но такого не случается при проектом финансировании ГЧП.) Банки — участники подписки также могут полностью или частично переуступить свои займы другим банкам в любое время до момента погашения займа. Это важная составляющая их управления собственным портфелем — коммерческие банки не предназначены для предоставления займов на срок в двадцать и более лет, как того требуют условия финансирования проекта ГЧП, поскольку в основном в их распоряжении находятся краткосрочные вклады (см. § 11.2) и им важна ликвидность портфеля.

Государственным органам не надо контролировать ни процесс синдикации, ни последующую переуступку банками своих прав другим кредиторам, поскольку смена кредиторов не влияет на качество услуг, оказываемых по соглашению о ГЧП. (Если только участие определенного рода кредиторов, например иностранных, не повлечет за собой проблемы, такие как выплата налогов с платежей по процентам.) Все эти ограничения снижают ликвидность банковского кредита, включающего расходы на участие в синдикате. Конечно, новые кредиторы должны перед государственными органами принять на себя обязательства, которые прописаны в прямом соглашении (см. §12.3.3). Например, о неразглашении информации.

### § 9.3.7. Посреднические операции

После подписания финансовых документов один из главных организаторов займа становится агентом банковского синдиката. Агентский банк выступает

в роли посредника между проектной компанией (а при необходимости — и перед государственными органами) и банками, поскольку в противном случае проектная компания потратила бы слишком много времени на взаимодействие с отдельными банками.

Агентский банк:

- занимается сбором средств от членов синдиката и переводит деньги проектной компании;
- хранит средства для обеспечения финансовой безопасности проекта в интересах кредиторов (эту функцию может выполнять специальный доверительный управляющий, действующий согласно инструкциям банка-агента);
- рассчитывает размер выплат процентов и основной суммы долга;
- принимает платежи от проектной компании и переводит их другим банкам — участникам синдиката;
- собирает информацию о ходе реализации проекта совместно с привлеченными консультантами кредиторов и регулярно передает ее членам синдиката;
- следит за тем, насколько проектная компания соответствует требованиям, изложенным в кредитной документации, и передает участникам синдиката эту информацию;
- организует встречи и экскурсии на строительную площадку, когда проектной компании и спонсорам необходимо провести презентацию достижений для банков — участников синдиката;
- организует встречи для обсуждения и голосования членов синдиката, если проектной компании требуется внести изменения или отменить некоторые положения, касающиеся финансирования;
- принимает меры принудительного характера по отношению к проектной компании или заботится об обеспечении финансовой безопасности в случае ее отказа от уплаты долгов.

Агентский банк редко имеет право принимать решения, касающиеся финансирования проекта (например, о том, что проектная компания не выполняет своих обязательств), но действует на основании решений, принятых определенным числом банков. Собирая определенное количество голосов, банки тем самым защищают себя (и проектную компанию) от действий одного недобросовестного банка.

## § 9.4. Выпуск облигаций

Выпуск облигаций, который проводит проектная компания, напоминает заем. Поскольку проектная компания-заемщик, в этом контексте называемая «эмитентом», в определенные моменты дает согласие на выплату по частям полной стоимости облигаций и процентов. «Облигация» в этом смысле не имеет ничего общего с «оформлением материальной ответственности» или «долговыми обязательствами», которые являются гарантией, например, при подаче заявки на участие в конкурсе или тендере (см. § 6.4.4). Облигации также назы-



вают «гарантиями», «долговыми ценными бумагами» или «заемными обязательствами». Их часто приобретают соответствующие инвестиционные фонды, клиентами которых являются те же лица, что и у фондов акционерного капитала ГЧП (см. § 7.2.1).

Покупатели облигаций для проектного финансирования — инвесторы, рассчитывающие на получение долгосрочного дохода от вложений и не желающие принимать на себя фондовые риски. Особенно это касается страховых компаний и пенсионных фондов. Принципиальное отличие между займами и облигациями в том, что облигации можно продавать, а значит, они ликвидны, по крайней мере в теории, чего нельзя сказать о займах. Эта разница не столь велика, поскольку большое количество облигаций, выпущенных ГЧП, распространяется в частном порядке, среди инвесторов, которые не хотят торговать ими на рынке, тогда как банки в действительности продают и покупают займы на временной основе. Впрочем, проектная компания и государственные органы будут меньше взаимодействовать с держателями облигаций, чем с банками-кредиторами.

#### § 9.4.1. Комплексная юридическая проверка

Инвесторы, которые приобретают облигации, непосредственно не занимаются проведением комплексной юридической проверки, больше полагаются в этом вопросе на инвестиционные банки, участвующие в данном проекте, и рейтинговые агентства. Инвестиционный банк (то есть тот, что занимается организацией и размещением подписки, но обычно сам финансирование не осуществляет, за исключением коротких промежутков времени) назначается в качестве главного организатора займов путем выпуска облигаций и помогает совершенствованию структуры проекта. Так же, как это делает консультант по финансовым вопросам, когда речь идет о банковском кредите (см. § 9.2). Затем инвестбанк проводит презентацию проекта для агентств, которые устанавливают кредитные рейтинги (лидеры в области проектного финансирования за счет выпуска облигаций — Standard & Poor's и Moody's Investors Services). Они присваивают эмитентам кредитный рейтинг на основе самостоятельного изучения рисков, юридических документов и отчетов приглашенных консультантов (привлекают консультантов, как это делают банки, — см. § 9.3.4). Они изучают те же проблемы, связанные с рисками, что и коммерческие банки. Поскольку облигации для финансирования проекта составляют очень небольшую часть портфеля инвестора, то для него при принятии решений об инвестировании наиболее выгодно использование рейтинга, а не наем персонала с целью проведения комплексной юридической проверки, как это делают банки.

Кредитные рейтинги указанных агентств от самого благоприятного AAA/Aaa до минимального уровня BBB-/Baa3 указаны в табл. 9.3. Большая часть рейтингов, касающихся проектов ГЧП, располагается возле минимального уровня. (Ниже — рейтинги, обозначенные BB+/Ba1 и т.д.) Специализированные агентства, кроме того, присваивают рейтинги некоторым банковским займам, чтобы помочь организации синдикатов, а также потому, что некоторые институцио-

нальные инвесторы стали участвовать в синдикатах для предоставления кредитов. Впрочем, это не очень распространенное явление на рынке проектного финансирования. С точки зрения заемщика, недостаток рейтингов кредитных агентств по сравнению с переговорами с банком-кредитором — то, что первые не испытывают такого же давления со стороны конкурентов при заключении сделки. Это может означать, что облигации придется эмитировать на менее выгодных условиях, чем те, что предлагают банки под давлением конкуренции. Или спонсоров могут вынудить предоставлять дополнительное или другое обеспечение кредита (см. § 10.9).

**Табл. 9.3.** Рейтинги инвестиционного класса

Standard & Poor's	Moody's
AAA	Aaa
AA+	Aa1
AA	Aa2
AA –	Aa3
A+	A1
A	A2
A –	A3
BBB+	Baa1
BBB	Baa2
BBB –	Baa3

Получив кредитный рейтинг, инвестиционный банк готовит первоначальный рекламный проспект, посвященный выпуску облигаций, который содержит ту же информацию, что и информационный меморандум для создания банковского синдиката (см. § 9.3.6), хотя и не столь подробный. Работа, проделанная инвестиционным банком и рейтинговыми агентствами, снижает необходимость комплексной юридической проверки инвесторами при условии, что инвестиционный рейтинг соответствует максимальному уровню инвестиционного риска. Инвесторы могут просто принять решение о покупке без проведения подготовительной работы.

### § 9.4.2. Размещение облигаций

После предварительного исследования рынка инвестиционный банк выпускает окончательный вариант рекламного проспекта и размещает облигации на основании соглашения о подписке. Стоимость купона (ставка процента) и другие важные характеристики устанавливаются на уровне, соответствующем рыночным условиям, а вырученная сумма перечисляется проектной компании несколько дней спустя. Банк проводит размещение (или перепродажу) облигаций среди инвесторов, также продает их на открытом рынке. Размещение про-

исходит лишь тогда, когда гарант размещения облигаций нашел покупателей и определил возможную цену. Так, в отличие от банка, проводящего подписку (см. § 9.3.5), гарант размещения облигаций несет незначительный риск, если он вообще есть. Стоимость их для проектного финансирования можно рассчитать на основе чистой прибыли от государственных облигаций с похожим сроком погашения. Это сочетание двух отдельных элементов: маржи по облигациям, которая главным образом определяется по присвоенному им рейтингу, и премии за рыночный риск — отражает соотношение спроса и предложения на рынке корпоративных облигаций.

Желательно, чтобы там, где это возможно, цены были определены заранее. В особенности при закрытой подписке с маржой, превышающей ставку по свопам процентных ставок (то есть фиксированную процентную ставку, по которой банки получают финансирование, — см. § 11.2.2), закрепляющую характерную для данного проекта стоимость кредита, а лежащую в ее основе рыночную цену фиксирует на момент размещения.

Облигации можно размещать на открытом рынке (чтобы они котировались на фондовой бирже или теоретически продавались без ограничений) или проводить их частное размещение, без котировок, среди ограниченного числа крупных инвесторов, которые, как правило, являются их держателями на протяжении всего срока существования бумаг. Провести частное размещение можно и без участия инвестиционного банка. Тогда спонсоры заключают сделки с инвесторами напрямую, как они это делают с банками, не прибегая к помощи финансовых консультантов, хотя такое случается редко. Платежные агенты (их также называют фискальными агентами) и доверенные лица, назначенные для эмиссии облигаций, играют ту же роль, что и банк-агент при проведении подписки (см. § 9.3.7). Они переводят вырученные средства заемщику и собирают платежи для покупателей. Доверенное лицо, назначенное для размещения облигаций, хранит средства страхового фонда в интересах инвесторов и созывает собрания держателей облигаций, чтобы внести изменения или отменить какие-либо положения.

**Табл. 9.4.** Рынок облигаций для проектного финансирования по секторам экономики в 2000–2005 годах

Млн долларов США	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Инфраструктура	3394	2430	6591	11 931	11 082	8779
Природные ресурсы	3285	3813	2632	7023	6061	10 795
Электроэнергетика	11 920	17 273	4315	12 346	11 376	7261
Телекоммуникации	2036	1487		864		
Другое	176		250		128	
	20 811	25 003	13 788	32 164	28 647	26 835

Источник: см. табл. 8.1.

### § 9.4.3. Рынок облигаций для проектного финансирования

Как показывают данные табл. 9.4, рынок облигаций, выпускаемых в целях проектного финансирования, намного меньше по масштабам, чем рынок банковских займов. В последние годы на нем наметился небольшой рост.

Как видно из табл. 9.5, в некоторых странах данный рынок чрезвычайно насыщен. Американский рынок облигаций для проектного финансирования, без сомнения, самый крупный в мире. Это отражает две тенденции: нежелание американских банков давать деньги в долг на длительные сроки (потому что они могут получать прибыль от краткосрочного кредитования потребителей и коммерческого кредитования) и высокий спрос на облигации институциональных инвесторов, особенно пенсионных фондов. Игроки на рынке облигаций для проектного финансирования руководствуются правилом 144а, принятым Комиссией по ценным бумагам и биржам США в 1990 году. Провести частное размещение облигаций можно и без полной (длительной) процедуры регистрации в Комиссии, но их нельзя перепродать другому инвестору на протяжении двух лет. Запрет на продажу облигаций обычно неприемлем для инвесторов в США. Впрочем, правило 144а разрешает вторичную торговлю (перепродажу) долговыми обязательствами, размещенными в частном порядке, при условии их перепродажи квалифицированным институциональным покупателям, чей портфель составляет по меньшей мере 100 миллионов долларов США в ценных бумагах. Поэтому в соответствии с правилом 144а проектная компания продает облигации инвестиционному банку, который перепродает их квалифицированным институциональным покупателям. Таким образом, правило 144а дает эффективный и действенный способ привлечения средств для проекта на самом большом рынке облигаций в мире. Оно обеспечивает основу эмиссии облигаций для проектного финансирования на рынке, будь то частное ограниченное их размещение или более широкая продажа, хотя она должна быть значительной по размерам и равняться по меньшей мере 100–200 миллионам долларов США.

**Табл. 9.5.** Облигации для проектного финансирования по странам в 2005 г.

Млн долларов США	2005
Соединенные Штаты	12 582
Соединенное Королевство	4669
Мексика	3000
Малайзия	2278
Катар	2250
Канада	1093
Австралия	841
Сальвадор	75
Перу	50
	26 835

Источник: см. табл. 8.1.

В соответствии с правилом 144а американские (стоимость в долларах США) облигации для проектного финансирования — единственный и важный источник финансирования на наднациональном уровне. Это прежде всего относится к проектам на американском континенте, например в Мексике, но иногда проекты размещаются в других регионах, например в Катаре, который присутствует в табл. 9.5. Также отметим, что значительная часть облигаций для проектного финансирования, эмитированных в США, относится к приобретению проектов (таких как франшизы на платные дороги) или рефинансированию, а не к новым проектам.

Рынок облигаций со стоимостью, выраженной в другой валюте, активно развивается всего в нескольких местах. Отчасти это говорит о том, что европейские и азиатские банки являются более активными кредиторами на рынке проектного финансирования и стремятся к сближению со спонсорами крупных проектов, а отчасти указывает на то, что инвесторов на данном рынке не слишком много. В Европе британский рынок облигаций (стоимость выражена в фунтах стерлингов) наиболее важен для проектного финансирования, он в основном обслуживает проекты PFI, идет ли речь о закрытом или открытом размещении ценных бумаг. Минимальный размер партии для открытого размещения составляет 100 миллионов фунтов стерлингов, а более мелкие партии идут по закрытой подписке. Облигации обычно используют для финансирования больших проектов (150 миллионов фунтов стерлингов и более) при недостатке ликвидности у банков, а также для рефинансирования. Похожие рынки существуют в Австралии и Канаде, на них обращаются облигации, связанные со строительством инфраструктуры.

Малайзия — один из основных рынков, торгующий облигациями «сукук». Они не предполагают выплаты процентов — их ценность основывается на связанном с ними бизнесе заемщика, который по своей структуре прекрасно подходит для финансирования по типу ГЧП. Покупатели этих облигаций — инвесторы, исповедующие ислам, хотя их часто приобретают и бизнесмены, не принадлежащие этой конфессии. Сейчас «сукук» используются не только в Малайзии, но и на Ближнем Востоке. Можно ожидать, что их роль в финансировании ГЧП возрастет.

Облигации, стоимость которых (размер выплат по процентам и основному долгу) корректируется с учетом инфляции, рассматриваются в § 11.3.6.

#### § 9.4.4. Узкоспециализированные страховые компании

Узкоспециализированные компании страхуют эмитентов облигаций от дефолта. Первоначально их создали для страхования облигаций местных властей в США. Эти облигации называют «структурированными». Их покупатели привыкли почти не обращать внимания на обстоятельства и риски проектов, полагаясь на кредитный рейтинг страховой компании (обычно AAA). Она обязана пройти комплексную юридическую проверку, а команде, занимающейся проектом, надо обеспечить ему рейтинг BBB или выше, чтобы выпущенные облигации можно было «структурировать». Узкоспециализированным страховым компаниям необходимо

убедить кредитные агентства, что их портфель защищен от риска — и тем самым соответствует минимальным стандартам кредитоспособности.

Преимуществами этой схемы может стать бóльшая определенность, скорость, гибкость и экономия издержек обращения, если компания захочет получить более низкую надбавку за кредитный риск — по сравнению с прямыми инвесторами. Это привычный побудительный мотив для существования структурированных облигаций на рынке ГЧП. Схема обеспечивает повышенный спрос и, значит, ликвидность облигаций, от которой также зависит их стоимость. Впрочем, рыночная стоимость структурированных облигаций не отражает в полной мере высокий кредитный рейтинг (AAA) узкоспециализированных компаний — она отражает ту степень сомнений, с которой покупатели оценивают стоимость такого страхового покрытия. Изначально страхование — это распределение поддающихся оценке рисков среди значительного числа застрахованных лиц, а не предоставление определенных финансовых гарантий.

И есть нечто необычное в двух типах финансовых институтов: страховых компаниях и банках, которые применяют разные ставки для одного и того же вида риска. Комиссия за структурирование может составлять около 0,3% годовых — вдвое меньше стоимости банковского кредита (см. § 10.4.1), а это говорит о том, что кто-то из них допускает ошибку в ценообразовании. Согласно базе данных Project Finance International (см. табл. 8.1), в 2005 году на рынке действовали четыре специализированные страховые компании, структурирующие в совокупности 16% облигаций для проектного финансирования, выпущенных на рынок. (Сравним с 44% в 2003 году — в статистику 2005 года не попали двое из основных страхователей.) Каждая специализированная компания страхует значительную часть собственного риска с помощью других компаний, действующих на рынке. Значительная часть финансирования ГЧП за счет облигаций в Соединенном Королевстве происходит с использованием структурированных облигаций. В 2005 году все структурированные облигации относились к проектам PFI, за исключением одной значительной эмиссии в США (рефинансирование для приобретения франшизы Chicago Skyway — см. § 3.5). Дальнейшим усовершенствованием в этой сфере, несмотря на то что до настоящего времени структурированные облигации нечасто использовались в ГЧП, является двойное структурирование, при котором государственные органы выступают поручителем специализированной страховой компании. Это незначительный риск для госсектора, если учесть двойную страховку организации и проекта, а стоимость финансирования уменьшится, а значит — снизится величина платы за услуги.

## § 9.5. Банковские займы и облигации

Проектная компания выбирает кредитование в коммерческих банках или финансирование за счет выпуска облигаций, учитывая основные факторы.

- **Размер эмиссии.** Облигации используются лишь при финансировании масштабных проектов, поскольку инвесторы хотят, чтобы эмиссия была боль-

шой — для привлечения с рынка свободных денег. Для очень крупных (более 250 миллионов долларов США) проектов в банках может не найтись достаточно заемных средств, так что облигации окажутся более полезными.

- **Стоимость.** Стоимость облигаций, как правило, ниже, чем стоимость соответствующего банковского кредита. Отчасти вследствие значительного числа инвесторов. Впрочем, ценовое преимущество облигаций на этих рынках теперь определяется специализированными страховыми компаниями, принимающими на себя риск по меньшей цене, чем у банков.
- **Сроки.** Облигации всегда использовались для привлечения долгосрочного финансирования, тогда как до середины 90-х годов банковские займы для проектного финансирования (или любые другие займы) обычно не выдавались на срок более 20 лет. До сих пор облигации предпочтительнее при заимствовании денежных средств на очень длительный период (30 лет и более).

В табл. 9.6 перечислены другие преимущества и недостатки, а также технические подробности привлечения займов и выпуска облигаций.

Из-за некоторой неопределенности относительно доступности и условий финансирования за счет эмиссии облигаций спонсоры могут в качестве страховки привлечь банковский заем, если выпуск облигаций провалится. Или сделать это с намерением быстро его рефинансировать при помощи облигаций. Это потребует дополнительных затрат.

В общем, облигации прекрасно подходят для финансирования стандартных проектов, для рефинансирования проектов после завершения их строительства и успешной эксплуатации в течение некоторого времени.

## § 9.6. Мезонинный долг

Это долг второй очереди, его владельцы — третьи лица, а не прямые инвесторы проектной компании (см. § 7.3.3). Ими могут быть инвесторы из небанковского сектора, например страховые компании или целевые фонды.

Мезонинный долг используется, когда существует разрыв между суммой, которую готовы предоставить кредиторы с первоочередным правом требования (то есть те, чьи вложения имеют высокий приоритет по очередности и гарантии выплат), и общей потребностью проекта в кредите. Также его используют взамен части акционерного капитала, чтобы предложить более выгодные условия, поскольку стоимость этого вида долга занимает промежуточное положение между стоимостью долга первой очереди и стоимостью акционерного капитала. Промежуточный долг может стать и результатом заимствований у институциональных инвесторов как часть долгового пакета, включая финансирование за счет облигаций.

Включение долга перед третьими лицами в пакет финансирования, очевидно, создает значительные проблемы с определением приоритетности выплаты долгов и контроля над проектом со стороны разных кредиторов — по сравнению с тем, когда субординированный долг предоставляют владельцы акций (см. § 12.6.4).

Табл. 9.6. Сравнение банковских займов и облигаций

Банковские займы	Облигации
Банки могут фактически (хотя и не на законных основаниях) принимать участие в проекте с самого начала его осуществления	Покупатели облигаций участвуют в проекте лишь на завершающем этапе; могут подвергаться настроениям, царящим на рынке краткосрочного кредитования
Хотя банки заранее и официально не принимают на себя обязательств по условиям кредитования (включая кредитную маржу), они склонны придерживаться условий, которые предлагали на начальном этапе реализации проекта, только если речь не идет о праве изменять условия размещения при недостаточном уровне подписки	Условия размещения облигаций и спроса на них становятся окончательно известны на позднем этапе реализации проекта при проведении подписки
Спонсоры могут использовать кредитные линии обслуживания корпоративных клиентов для проектного финансирования (см. § 8.5.1)	Облигации позволяют привлечь средства другой категории кредиторов, и поэтому нет необходимости полагаться только на банковские кредиты
Содержание проектных соглашений доверено лишь узкому кругу банков — участников синдиката	Положения проектных соглашений, возможно, будут преданы огласке в отчете рейтингового агентства (см. § 9.4.1) или в рекламном проспекте при проведении подписки. Для спонсоров это может оказаться неприемлемым из соображений коммерческой тайны
В принципе банки предлагают фиксированную ставку процента лишь в связи с хеджированием (см. § 11.2.2)	Процентные платежи по облигациям являются фиксированными
Величина процентных ставок определяется на основе стоимости денежных средств на открытом рынке (см. § 11.2.8)	Установление процента по облигациям происходит так, как описано в § 9.4.2, хотя приблизительную величину можно определить по стоимости подобных облигаций, уже обращающихся на рынке
Банки, как правило, не индексируют проценты по кредитам в зависимости от темпов инфляции или делают это только в связи с операциями хеджирования (см. § 11.3.9)	На некоторых рынках обращаются облигации со ставкой процента, которая индексируется с учетом инфляции
Кредитные средства переводятся на счет заемщика только при необходимости	Средства, полученные от эмиссии облигаций, должны сразу поступить на счет эмитента, а затем вновь депонироваться, когда появляется необходимость в приобретении основного капитала. Но в этом случае, скорее всего, произойдет потеря процентов (ее называют «отрицательный арбитраж»), вызванная необходимостью депонирования под более низкий процент по сравнению с купонным доходом облигаций (см. § 11.2.11)
Банки выдают кредиты с гибким графиком погашения (см. § 10.5.5) и краткосрочные займы для пополнения оборотного капитала	Выплаты по облигациям предполагают фиксированный график погашения, и с их помощью нельзя получать краткосрочные кредиты



Окончание табл. 9.6

Банковские займы	Облигации
Банки следят за всеми изменениями в проектных соглашениях и строго контролируют проектную компанию	Покупатели облигаций тщательно следят лишь за тем, что может сильно повлиять на покрытие или обеспечение приобретенных ими облигаций, а последствия дефолта, ведущего к ускоренному возврату средств, затрагивают владельцев облигаций в меньшей степени
Банки принимают решения относительно отмены или изменения условий кредитования в каждом конкретном случае, что делает кредитование более гибким, особенно на этапе строительства	Владельцы облигаций (из-за значительного числа и неоднородности состава) не могут принимать сложные решения и поэтому в основном полагаются на такие показатели, как коэффициенты покрытия. Они не могут оперативно вносить изменения в эти коэффициенты в случае необходимости (хотя могут делегировать свои права банкам, которые также владеют облигациями)
Банки строго следят за новыми займами проектной компании и вряд ли согласятся на них без предварительных консультаций	Возможно, от покупателей облигаций проще получить разрешение на дополнительную эмиссию (например, для расширения проекта), поскольку они фактически его уже дали (см. § 15.2.1)
Низкие штрафы за досрочное погашение (например, потому что долг можно рефинансировать на более выгодных условиях)	За досрочное погашение облигаций предусмотрены большие штрафы (см. § 11.2.12)
С банками проще договориться, когда проект попадает в затруднительное положение	Если у проекта начались серьезные проблемы, то с владельцами облигаций труднее вести прямой диалог, поскольку эти инвесторы более пассивны по сравнению с членами банковского синдиката. Именно поэтому банки с опаской относятся к сотрудничеству с владельцами облигаций, когда речь заходит о предоставлении займов
Если проект испытывает трудности, то переговоры с банками и их содержание следует держать в тайне	Переговоры с владельцами облигаций можно предать огласке

Хотя мезонинный долг встречается в других формах структурированного финансирования, он не так часто применяется в проектном финансировании, вероятно, из-за значительной доли заемных средств в капитале проекта. Более распространен он в концессиях, где доля заемного капитала обычно ниже.

# Часть IV

## Глава 10. Финансовая структура

### § 10.1. Введение

В этой главе речь пойдет о том, как участники конкурса и их кредиторы структурируют финансирование проекта ГЧП. Плата за услуги (см. главу 13) — конечный продукт этого процесса, поскольку она должна покрывать расходы проектной компании на финансирование, операционные расходы и служить источником дохода от вложений участников конкурса в акционерный капитал. Для проведения расчетов при подготовке заявки на участие в конкурсе и на разных этапах проекта (§ 10.2) используется финансовая модель. Хотя книга и не предназначена для глубокого освещения этой темы, здесь рассматриваются главные параметры финансовой модели (§ 10.3), включая расходы на финансирование (§ 10.4). В модели должны быть учтены следующие ограничения:

- требования государственных органов к сроку действия соглашения о ГЧП и структура платы за услуги (см. § 13.2);
- требования кредиторов по срокам и структуре выплат по долгам (§ 10.5);
- требования кредиторов к коэффициенту покрытия (§ 10.6);
- требования инвесторов к внутренней норме доходности на собственный капитал (см. § 7.3.2);
- взаимное влияние всех этих требований (§ 10.7).

Финансовая модель описывает не объект сам по себе, а всю операционную деятельность проектной компании, принимает в расчет налоги и вопросы, связанные с налогообложением, которые могут повлиять на итоговую величину денежных средств (§ 10.8).

### § 10.2. Финансовая модель

Финансовая модель по-разному используется на этапе проведения конкурса и застройки. С ее помощью:

- обеспечивают первоначальное технико-экономическое обоснование с точки зрения государственных органов: финансовый консультант гос-

сектора органов создает «теневую» финансовую модель, при помощи которой можно прогнозировать расходы на участие в конкурсе, схему финансирования и прочие ориентировочные расчеты (в Австралии она называется предиктор частного финансирования), а значит, и то, насколько результат (плата за услуги) приемлем с точки зрения государственного сектора;

- разрабатывают финансовую схему для участников конкурса и изучают преимущества различных условий и договоренностей по финансированию;
- рассчитывают величину платы за услуги, необходимой для покрытия капитальных затрат, операционные расходы, обслуживание долга и доходов инвесторов, которые составляют основу для заявки;
- осуществляют процесс комплексной юридической оценки, проводимой кредиторами;
- определяют величину платы за услуги, когда она основывается на ставках процента на момент официального оформления финансовых аспектов проекта (см. § 11.12.13).

После официального оформления финансовых аспектов проекта модель используется:

- кредиторами в качестве основы для изучения долгосрочных перспектив реализации проекта, а значит, и связанных с этим рисков;
- для оценки изменений и компенсационных выплат в соглашении о ГЧП (см. § 15.2.1);
- для расчета любых доходов от рефинансирования, которые разделят между собой государственные органы и проектная компания (см. § 16.4.6);
- в качестве инструмента бюджетного планирования проектной компании.

Изменение первоначального назначения модели потребует некоторой ее модификации. Поскольку здесь задействованы три стороны: государственные органы, спонсоры и кредиторы, то они могут создавать три параллельные финансовые модели, но так бывает нечасто. Более распространена следующая ситуация: финансовый консультант государственных органов и кредиторы изучают модель, подготовленную победителем конкурса (или его финансовым консультантом), и выверяют ее по теневой финансовой модели государственных органов, чтобы убедиться: полученные результаты совпадают (при одинаковых исходных посылаках). А затем пользуются моделью.

И наоборот, есть смысл в том, чтобы государственные органы подготовили шаблон финансовой модели, затем все участники конкурса адаптировали ее под свои нужды, а государственные органы потом сравнили заявки.

Информация победителя конкурса в финансовой модели конфиденциальна, и доступ к ней консультанта госсектора вызывает сомнения. С другой стороны, нельзя госорганам отказать в изучении модели, потому что:

- государственным органам необходимо проверить финансовую состоятельность заявки, способность участника конкурса обеспечить первоначальные капиталовложения в проект ГЧП и выполнить требования по долгосрочному оказанию услуг (см. § 6.5.3);

- если финансовая модель используется для расчета платы за услуги на момент официального оформления финансовых аспектов проекта (см. § 11.12.13), то для этого требуется согласие двух сторон.

Необходимо иметь согласованный базовый сценарий (см. § 10.3.8): если позже понадобится компенсация (см. § 15.2.1, § 15.6), ее необходимо оценить относительно итогов соглашения, которые обе стороны с самого начала признали разумными.

Поэтому лучшая практика — свободный обмен информацией между участниками соглашения по поводу исходных посылок и расчетов модели.

### § 10.3. Входные и исходящие параметры модели

У автора нет намерения подробно обсуждать технику моделирования. Но необходимо общее представление о том, что находится на входе и выходе финансовой модели ГЧП, как использовать полученные результаты. Первоначальная цель — расчет платы за обслуживание на основании различных входных данных. Основания для входных данных должны быть четко изложены в письменном виде, обычно для этого создается «книга финансовых условий». В ней содержится подробное описание модели с указанием источников входных данных (или расчетов, выполненных на их основе), к ней прилагаются копии документов.

#### § 10.3.1. Макроэкономические предпосылки

Ставку процента и уровень инфляции принимают как исходные предпосылки модели (см. главу 11). Государственные органы на этапе конкурса должны убедиться, что все участники используют одни и те же исходные предпосылки, так как их изменение повлияет на величину платы за услуги (см. § 11.12.13).

#### § 10.3.2. Расходы на приобретение основного капитала

Бюджет расходов на приобретение основного капитала учитывает затраты, возникшие на этапах проведения конкурса, разработки и строительства, то есть «фиксированные» расходы на строительство и «плавающие» затраты на финансирование, комиссионные выплаты консультантам и административно-управленческие мероприятия. Его основные положения, вероятно, включают следующее.

**Расходы на проведение конкурса и разработку проекта.** Это главная статья бюджета на этапе, предшествующем официальному оформлению финансовых аспектов проекта, то есть это расходы спонсоров на содержание персонала и приглашенных консультантов (см. § 7.7), в том числе и консультантов кредиторов (см. § 9.3.4). Часто наблюдается временной разрыв между утверждением кредиторами бюджета совокупных расходов на приобретение основного капитала и официальным оформлением финансовых аспектов проекта. В этот период существует риск, что расходы на юридические консультации и схожие затраты (их величина не является фиксированной) могут превысить бюджет.

Если рассматривать их в качестве первоначальных вложений в акционерный капитал, они обычно возмещаются спонсорам на момент официального оформления финансовых аспектов проекта. Но если они к этому времени превысят бюджет, то кредиторы могут потребовать отсрочки возмещения перерасхода до завершения строительства, когда возмещение станет возможным при наличии достаточных средств.

**Выплата комиссионных за разработку проекта.** Экономические характеристики проекта могут позволить одному или нескольким спонсорам изъять первоначальный взнос на разработку из проектной компании и направить его на покрытие предоперационных расходов, возможно, получив от этого прибыль (см. § 7.3.2). Величина этой суммы варьируется (от нулевой), поскольку меняется финансовая оценка проекта.

**Расходы проектной компании.** Они включают затраты, которые появляются после официального оформления финансовых аспектов проекта. Сюда входят:

- расходы на содержание административных зданий и оборудования, на зарплату сотрудников и административно-хозяйственные затраты, часть которых (например, бухгалтерский учет) могут взять на себя субподрядчики (см. § 7.6.3);
- постоянные расходы на оплату приглашенных консультантов, например за осуществление строительного надзора;
- страхование на этапе строительства (см. § 12.4.2).

Помимо страховых взносов величина затрат должна быть незначительной в контексте бюджета капитальных вложений при условии, что деятельность проектной компании возьмут на себя субподрядчики, занимающиеся содержанием и эксплуатацией объекта.

**Стоимость услуг строительных субподрядчиков.** Как указано в § 14.6.1, соглашение о субподряде, которое определяет большую часть расходов по капитальным вложениям, должно заключаться на условиях фиксированной суммы оплаты и сдачи объекта под ключ, притом что платежи производятся в соответствии с объемом выполненных строительных работ. Эта стоимость (как и любые другие расходы) учитывает налоги, такие как налог на добавленную стоимость, если нельзя будет их возместить до конца строительства.

**Оборотный капитал.** Оборотный капитал — количество денег, необходимое для покрытия временного интервала между оплатой операционных расходов и получением доходов наличными деньгами. В действительности это кругооборот денежных средств в краткосрочном периоде (обычно 30–60 дней), который невозможно полностью рассчитать с помощью финансовой модели. Это первоначальные расходы, которые проектная компания должна произвести, прежде чем получит первый доход. Величина затрат вряд ли будет обременительной для проектной компании, поскольку она оплачивает услуги субподрядчиков в соответствии с собственным циклом получения дохода. Наиболее значительным первоначальным расходом бывает выплата страховой премии на первом эксплуатационном этапе (поскольку, как правило, она идет ежегодно как предоплата).

**Средства на резервных счетах.** Средства на резервных счетах (см. § 12.2.4) обычно предназначаются для покрытия части расходов на приобретение основного капитала, а не пополняются за счет операционной наличности, поскольку они предназначены для оптимизации IRR инвесторов на собственный капитал. (Если они предназначены для покрытия расходов на приобретение основного капитала, то большая часть финансирования производится за счет полученных от кредиторов заемных средств. А если счета пополняются из операционных денежных средств, это фактически означает, что финансирование происходит за счет инвесторов, которые жертвуют своими дивидендами и тем самым снижают IRR на собственный капитал.)

**Процентный доход на этапе строительства (ПДЭС) и получение финансирования.** Результатом расходов на реализацию проекта является необходимость их полного финансирования (за счет займов и акций). Впрочем, между ними существует и обратная связь (то есть результат влияет на вводные данные), потому что:

- сам ПДЭС, который финансируется за счет новых кредитов, взятых под залог источников финансирования (см. § 11.2), надо включить в общую сумму, необходимую для финансирования;
- соотношение между величиной заимствований и акционерным капиталом определяется возможностью использования операционных денежных средств для погашения долга.

Это значит, что для нахождения правильного соотношения между заимствованиями и акционерным капиталом потребуется проведение повторных расчетов.

**Непредвиденные ситуации.** И, наконец, к стоимости проекта необходимо прибавить вероятность возникновения непредвиденных ситуаций (см. § 10.5.9).

Все эти затраты требуют внимательного рассмотрения, чтобы избежать превышения расходов (см. § 14.6).

### § 10.3.3. Затраты на содержание и текущий ремонт объекта и операционные расходы

Следующая часть модели описывает операционный этап. Чтобы вычислить величину денежных средств, предназначенных для погашения задолженности, необходимо вычесть из суммы ожидаемых доходов операционные расходы (а также любое движение денежных средств на резервных счетах). Операционные расходы, величина которых обычно меньше величины задолженности для проекта ГЧП со значительными первоначальными инвестициями в инфраструктуру и последующей значительной задолженностью, включают:

- прямые издержки проектной компании (см. § 7.6.3);
- выплаты по соглашениям о субподряде;
- страховку (см. § 12.4.3);
- налоги (см. § 10.8.2).

Затраты на содержание и текущий ремонт объекта, скорее всего, составят бóльшую часть операционных расходов, независимо от того, на чей счет они будут отнесены: субподрядчиков или проектной компании. Их величину трудно предсказать, если риск потерь, связанных с превышением расходов, не перенести на субподрядчиков (см. § 14.8.6). Обычно затраты на содержание объекта делятся на несколько категорий, хотя границы между ними (а следовательно, и рамки соглашений с субподрядчиками) не являются постоянными. В случае со строительством это может быть следующее.

**Текущее содержание объекта.** Оно включает уборку, охрану и материально-техническое снабжение. Если оказание таких услуг входит в соглашение о ГЧП (см. § 13.2), то это одно из положений договора субподряда на текущее содержание объекта, и величина расходов определяется в этом соглашении с субподрядчиком (см. § 11.3.13).

**Текущее техническое обслуживание объекта.** Оно предполагает обслуживание и ремонт системы отопления, туалетов и других инженерных сетей и коммуникаций, покраску, замену выбитых окон или лампочек, ремонт мостовой, крыши и т. д. Обычно эти работы входят в соглашение о текущем техническом обслуживании.

**Стоимость жизненного цикла.** Речь о составляющих объекта, которые требуют регулярного обновления или замены. Например, замена бойлеров в здании. И эти расходы могут быть предметом соглашения о текущем техническом обслуживании, но более вероятно, что они увеличат расходы на реализацию проекта, то есть проектная компания будет нести реальный риск.

Если проект связан с дорогой, к нему предъявляются следующие эксплуатационные требования.

**Плановое профилактическое обслуживание и ремонт.** Ремонт выбоин и трещин в покрытии, уборка любых завалов, прочистка дренажной системы и мытье дорожных знаков, а также уход за травяным ограждением. Все эти работы зачастую выполняют субподрядчики.

**Капитальный ремонт.** Нормальные условия эксплуатации дороги предполагают замену верхнего слоя покрытия, скажем, каждые пять лет, полную замену покрытия — каждые 10–12 лет, а обновление и усиление бетонных оснований — каждые 18–20 лет. Стоимость работ постоянно растет, и нелегко оценить ее величину в будущем (периодичность проведения работ сильно зависит от интенсивности использования). Чем больше растут цены, тем меньше вероятность заключить с субподрядчиками соглашение о ремонте дороги. Точно так же капитальный ремонт очень дорого обходится перерабатывающему предприятию (например, завод по сжиганию мусора может закрываться на капитальный ремонт каждые 3–5 лет).

#### § 10.3.4. Доходы

Существуют естественные ограничения на величину платы за услуги, которую можно включить в финансовую схему на момент проведения конкурса, поскольку свои доходы проектная компания получает из этой платы.

- В случае концессии ожидаемая величина спроса и «желание платить» будут определять интенсивность пользования объектом, ставки и т. д. (см. § 13.4).
- Если речь о проекте, реализуемом по типу PFI, то необходимо учитывать требования к эффективности расходования денежных средств (см. § 5.3) и обоснованной стоимости.

И здесь наблюдается некоторая обратная связь при подсчете минимального уровня платы за услуги, поскольку она должна быть достаточной для обслуживания долга и выплаты дохода инвесторам. Уровень платы за услуги (на момент проведения конкурса) определяется следующими факторами:

- необходимостью покрытия операционных расходов;
- соответствием требованиям государственных органов;
- выплатой долгов кредиторам и другими требованиями;
- выплатой инвесторам требуемой нормы прибыли.

О том, как устанавливается величина первого из этих факторов, сказано выше, а взаимодействие между оставшимися тремя мы рассмотрим в § 10.7.

### § 10.3.5. Выходные параметры модели

Выходные параметры модели представляют собой ряд вычислений:

- расходы на приобретение основного капитала;
- сокращение акционерного капитала;
- сокращение долга;
- плата за услуги;
- прочие доходы от операционной деятельности (см. § 13.7);
- операционные расходы;
- расчет процентов;
- налоги;
- выплата долга;
- расчет прибыли и убытка (отчет о прибыли);
- балансовый отчет;
- движение денежных средств (их источники и использование);
- кредиторский коэффициент покрытия (см. § 10.6);
- доходы инвесторов;
- чистая дисконтированная стоимость (NPV) этих платежей, позволяющая государственным органам сравнивать полученные заявки (см. § 6.3.6).

В перечне условий на одной странице обычно содержатся ключевые показатели — результаты моделирования.

### § 10.3.6. Чувствительность

Финансовая модель должна быть гибкой, чтобы кредиторы и инвесторы могли рассчитать набор коэффициентов чувствительности (их также называют «вариантами»). Они показывают изменения в ключевых допущениях модели. Вари-



анты учитывают, как влияют на коэффициенты покрытия и IRR на собственный капитал следующие факторы:

- перерасход средств на строительство;
- задержки в завершении строительства (скажем, на 6 месяцев);
- вычеты и штрафы за несоблюдение сроков сдачи объекта или требований к оказанию услуг (см. § 13.5);
- недостаточная загрузка мощностей проекта (когда этот риск берет на себя проектная компания);
- высокие операционные расходы и расходы на содержание объекта;
- более высокие ставки процента (в тех случаях, когда они не являются фиксированными, — см. § 11.2);
- изменения в уровне цен (см. §11.3.3).

Коэффициенты чувствительности позволяют увидеть, как последствия финансового и коммерческого рисков влияют на работу проекта и почему он работает не так, как ожидалось. Кредиторы также просчитывают самые пессимистические варианты, чтобы проследить влияние нескольких неблагоприятных событий, которые могут произойти одновременно, — например, трехмесячная задержка сдачи объекта, падение спроса на услуги объекта на 10% (если это имеет для них значение) и рост операционных расходов на 10%. Расчеты, которые учитывают разные неблагоприятные события, совпадающие по времени, называют «сценарным анализом» (см. § 14.2).

### § 10.3.7. Аудит модели

Кредиторы обычно требуют проведения аудита с привлечением сотрудников специализированных отделов крупных аудиторско-консалтинговых фирм или компаний, занимающихся финансовым моделированием. Задача их состоит в том, чтобы подтвердить:

- модель адекватно отражает положения соглашений по проекту и прочих зафиксированных допущений (например, о темпах инфляции);
- бухгалтерские и налоговые расчеты верны;
- модель способна в разумных пределах учитывать изменения в ключевых допущениях.

Государственным органам тоже следует воспользоваться услугами таких аудиторов, если их собственные финансовые консультанты не проводят аудит и аккредитацию модели. Лучше, чтобы это сделали они, потому что существует много разных способов ее использования (см. § 10.2).

### § 10.3.8. Базовый сценарий

Как только государственные органы, спонсоры и кредиторы приходят к совместному выводу, что структура финансовой модели и формула расчетов соответствуют проекту, проектным соглашениям и основным предположениям относительно входных данных модели, финансовую схему и условия финансирования,

о которых речь пойдет ниже, также согласовывают и включают в модель. Последний прогон модели, который называется «Базовым сценарием», обычно происходит в момент официального оформления финансовых аспектов проекта или непосредственно перед этим:

- чтобы кредиторы проверили, есть ли у проекта достаточно средств для покрытия их кредитов (используются полностью уточненные допущения и положения последней редакции проектных соглашений);
- чтобы, в некоторых случаях, зафиксировать величину платы за услуги с учетом ставок процента на дату официального оформления финансовых аспектов проекта (см. § 11.2.13).

## § 10.4. Затраты на финансирование

Помимо комиссионных, которые получают консультанты кредиторов (см. § 9.3.4), основные затраты на финансирование, оплачиваемые проектной компанией, включают:

- стоимость, по которой сами кредиторы приобретают деньги на оптовом денежном рынке и которая, вероятнее всего, определяется плавающей ставкой процента и расходами, связанными с хеджированием, если они им занимаются (см. главу 11);
- кредитную маржу кредиторов (§ 10.4.1);
- плату за привлечение капитала и другие дополнительные расходы (§ 10.4.2);
- комиссионные за консультационные услуги, организацию и проведение подписки (§ 10.4.2);
- комиссионные за обязательство по ссуде (§ 10.4.4);
- комиссионные посреднику и доверительному управляющему обеспечением (§ 10.4.5).

На это похоже определение стоимости облигаций (§ 10.4.6).

### § 10.4.1. Кредитная маржа

Обычно величина кредитной маржи по займам для проектного финансирования ГЧП находится в пределах 0,75–1,5%. На такую величину она превышает стоимость привлеченных денежных средств (см. § 11.2). Наибольшее ее значение соответствует проектам с высокой степенью риска, таким как дорожные концессии, а наименьшее — проектам, которые имеют низкую степень риска (строительство зданий, реализуемое по типу PFI). Величина маржи, как правило, выше до момента завершения строительства, что отражает повышенный риск на этом этапе проекта, а затем она падает. (Со временем может снова начать расти.) Если взять для примера проект строительства здания и кредит, выданный на 2 года строительства и 25 лет эксплуатации, то величина маржи равна 1% в первые 1–2 года, 0,85% на следующие 3–5 лет и 1% — на все остальное время. Увеличение маржи отчасти обусловлено желанием привлечь финансирование (см. § 16.4).

### § 10.4.2. Дополнительные затраты

Банки, предоставляющие кредиты, рискуют понести дополнительные расходы, которые могут поставить под удар их кредитную маржу. Они возникают на основе следующего.

**Затраты на приобретение ликвидных средств и первоначальных капитальных издержек.** Банки могут столкнуться с требованиями центральных банков об увеличении размеров обязательных резервов в качестве залога для долгосрочных кредитов или об увеличении размеров собственного капитала для обеспечения подобных займов. Эти требования называют минимальными потребностями в ликвидности (МПЛ) или минимальными требованиями к величине ликвидных активов (МТВЛА). Если эти затраты сколько-нибудь значительны (обычно эффект от них минимальный), то их перекладывают на заемщиков.

От банков также могут потребовать увеличения размера капитала, который они должны иметь для обеспечения разных классов активов (для защиты их вкладчиков). В этом случае банкам придется увеличить стоимость займов, чтобы сохранить уровень доходов. Требования к достаточности капитала для кредитования проектного финансирования долгое время обсуждались в свете введения стандартов Basel II (см. § 9.4.4, 14.2).

**Налоги.** Иногда проектная компания получает займы из-за рубежа, и кредиты не могут возмещать собственные налоговые вычеты из процентных платежей, получаемых от проектной компании, за счет других подлежащих уплате налогов. Но, за исключением этих случаев, кредиторам не следует перекладывать свои налоговые выплаты на проектную компанию.

Когда применяется налог на процентный доход, то проектной компании обычно приходится «укрупнять» свои процентные платежи (то есть наращивать их до величины, достаточной для выплаты нетто-процентов кредиторам за вычетом налогов). Кредитор может согласиться на условие: если он возместит в установленном порядке эту сумму налоговых платежей за счет других подлежащих уплате налогов, то налоговые вычеты будут возвращаться заемщику. Впрочем, кредиторы не склонны обсуждать, как они выплачивают налоги, а значит, любое возмещение полностью зависит от их добросовестности.

**Дестабилизация рынка.** Проектная компания также берет на себя риск, когда стоимость банковского кредита определяется краткосрочной плавающей процентной ставкой и банки не смогут пролонгировать кредиты из-за дестабилизации рынка (это может означать колебания процентной ставки — минимальной стоимости кредита) либо совсем не смогут выделять средства без предварительной оплаты займа. Если один или два банка переживают трудности из-за проблем, вызванных собственными ошибками, а не общей ситуацией на рынке, то эти рассуждения к ним не относятся.

Эти положения — не специфика проектного финансирования и относятся лишь к испытывающим действительные трудности банкам, а не ко всем членам синдиката. На практике эти положения (помимо тех, что касаются расхо-

дов на обеспечение ликвидности и налога на доход в виде процентов и на дивиденды) в последние годы не применялись.

### § 10.4.3. Комиссионные

Комиссионные, которые главные организаторы займов получают за подготовку и проведение подписки, определяются следующими факторами:

- размером и сложностью финансирования;
- временем и усилиями, затраченными на разработку схемы финансирования;
- риском, что комиссионные, которые выплачиваются в случае успеха проекта, не будут выплачены, из-за того что проект заглохнет;
- совокупным целевым доходом от проведения подобной работы (не забываем про конкуренцию), при этом надо учитывать размер комиссионных и доход от остатка задолженности по кредитам, который остается на счетах самого банка;
- периодом, в течение которого банк, занимающийся проведением подписки, вынужден нести риск, связанный с организацией синдиката (когда кредит является синдицированным). По ряду причин между подписанием кредитных документов (а значит — подпиской) и распределением кредитов среди членов синдиката часто наблюдается значительный разрыв во времени;
- процентом комиссионных, который необходимо уступить субандеррайтерам или банкам — участникам синдиката, чтобы они вступили в синдикат.

Из практики известно, что размер комиссионных за организацию и проведение подписки — примерно 1%. Если банк — организатор подписки выступает также в роли консультанта, то комиссия может вырасти примерно на 0,5%, хотя и не всегда.

### § 10.4.4. Комиссия за резервирование

Комиссия за резервирование выплачивается за доступную, но не выбранную часть долга на этапе строительства (при условии, что из суммы займа можно брать кредиты). Поскольку большей частью займов для проектного финансирования заемщики пользуются очень долго (скажем, на протяжении 2–3 лет на этапе строительства), то банкам требуется комиссия за резервирование, чтобы они получали разумную компенсацию за риск на этапе строительства, когда они не имеют полную маржу по займам. В займах для проектного финансирования комиссия за резервирование обычно составляет около половины кредитной маржи.

### § 10.4.5. Агентская комиссия

И, наконец, существует агентская комиссия, которая выплачивается банку-агенту или доверенному лицу, выступающему гарантом выплаты займа (см. § 9.3.7). Банку придется потратить немало времени на оказание агент-

ских услуг и в интересах проектной компании обеспечить ежегодные выплаты агентской комиссии в разумных пределах, чтобы они соответствовали проделанной банком работе. Но их величина должна определяться на основе реальной оценки расходов, а не становиться источником дополнительной прибыли для агента.

#### § 10.4.6. **Облигации и другие инструменты с фиксированной ставкой**

Стоимость облигаций, то есть величина их купонной процентной ставки, основывается на стоимости государственных облигаций с таким же сроком погашения. Впрочем, большая их часть предполагает единовременное погашение, когда основная сумма долга выплачивается в срок окончательного погашения. Выплаты по облигациям для проектного финансирования должны производиться на протяжении всего срока обращения, а следовательно, их стоимость основывается на рыночной цене облигаций со сроком окончательного погашения, равным среднему сроку обращения для проектного финансирования. Те же самые принципы ценообразования применяются к выдаче кредитов с фиксированной ставкой.

Премиальная надбавка на ставку по государственным облигациям, которую называют «спред при выпуске», формируется на основе кредитного рейтинга облигации и спроса и предложения на рынке. Итак, когда происходит размещение новой облигации, необходимо увидеть, какой должна быть разумная цена, — путем сравнения ее со стоимостью других облигаций, имеющих схожий кредитный рейтинг и средний срок обращения/погашения. Спред при выпуске часто фиксируется лишь на момент размещения облигации, хотя можно провести переговоры о его верхнем пределе заранее (см. § 9.4.2). Предельный уровень цен на большинстве рынков, скорее всего, совпадет с тем, что установился на рынках банковских кредитов.

Комиссионные, которые выплачивают за облигации, представляют собой комбинацию комиссионных за консультационные услуги и за проведение подписки. Первые можно сравнить с комиссионными, которые выплачивают за банковские кредиты. В реальности в самом начале финансового консультирования не совсем ясно, какие условия предпочтительней — банковское кредитование или выпуск облигаций, так что финансовый консультант рассматривает оба варианта. Размер комиссионных разный на рынках внутри одной страны, на него влияет конкуренция за мандаты на проведение подписки. На некоторых рынках успешно действуют картели, поддерживающие величину комиссионных на высоком уровне и назначающие ту же комиссию вне зависимости от размера эмиссии облигаций, но в целом конкуренция разрушает картельный сговор. Если принимать во внимание очень низкий уровень риска подписки на облигации, то нельзя считать, что облигации уже распространены, пока андеррайтер не уверен, что сможет их продать. Следовательно, нет причины, по которой размер комиссионных должен превышать 0,5% от стоимости облигации. Комиссия за резервирование не применяется, поскольку они раскупаются сразу. Комиссионные, выплачиваемые доверительному управляющему,

примерно равняются агентской комиссии банка. Как и с банковскими кредитами, прочие расходы на проведение комплексной юридической проверки, включая услуги рейтинговых агентств, оплачивает проектная компания.

Если облигации застрахованы узкоспециализированной страховой компанией, то комиссия страхователя (с точки зрения права это страховая премия) обычно составляет половину кредитной маржи, которую получают банки (см. § 9.4.4). В идеале узкоспециализированные компании стремятся получить свою комиссию в виде аванса, то есть NPV будущего потока комиссионных платежей. Но очевидно, что им было бы лучше получать комиссионные через какое-то время, как это происходит с кредитной маржой, и здесь конкуренция должна сыграть свою роль.

## § 10.5. Структура долга

### § 10.5.1. Сроки кредитования

Займы для проектного финансирования в целом выдаются на долгий срок, скажем, на 15–20 лет. Но в большинстве проектов ГЧП заемные деньги необходимы на протяжении более длительного времени (в соответствии с естественной продолжительностью жизни проектов) и по цене должны быть доступны для государственных органов (см. § 13.3.1). Проекты ГЧП предполагают использование денежных средств в долгосрочном периоде, а значит, создают хорошую основу для долгосрочных займов.

Как правило, при появлении нового рынка ГЧП сроки по кредитам короче и они растут по мере того, как кредиторы осваиваются с рисками.

На срок кредита влияют также требования кредитора относительно коэффициента покрытия (см. § 10.6). Чем короче срок кредита, тем выше плата за его использование и тем хуже коэффициент покрытия. Парадоксально, но по этой логике получается, что чем больше срок, на который берут кредит, тем безопаснее он кажется кредиторам.

Однако «долгосрочность» кредитов для проектов ГЧП может вводить в заблуждение. Большая часть депозитов в коммерческих банках — краткосрочные, их сроки погашения не совпадают с долгосрочными кредитами. Несмотря на это, они готовы выдавать проектам ГЧП кредиты на длительный срок, поскольку значительная часть их рефинансируется после завершения строительства (см. § 16.4).

В развивающихся странах желающих может не найтись. Например, в Бразилии банки получают высокие прибыли от краткосрочного кредитования, и у них нет мотивов для долгосрочного кредитования ГЧП и чего бы то ни было еще. В таких случаях находят другие источники финансирования (см. § 17.4.2).

### § 10.5.2. Схема погашения задолженности

Погашение кредитов обычно начинается через шесть месяцев после завершения строительства объекта и, как правило, происходит каждые полгода. (Если есть

риск недостаточной загрузки объекта, кредиторы могут согласиться на снижение выплат по кредиту на период, пока растет загрузка объекта.) Обычная для рынка облигаций процедура — выплата полной стоимости облигации в срок окончательного погашения. (Хотя существует возможность создания фонда погашения для выплаты всей стоимости облигации в срок окончательного погашения, а не выплаты по частям, это повышает расходы на финансирование, особенно в долгосрочном периоде.) Впрочем, стоимость облигаций для проектного финансирования обычно выплачивается так же, как и кредиты.

Если есть необходимость, чтобы плата за услуги оставалась прежней (§ 13.3.2), то выплаты по долгам также должны оставаться на определенном уровне. Но если заем в 1000 выплачивать за 10 лет равными долями по 100, при ставке 5%, то плату за пользование кредитом невозможно сохранить на прежнем уровне. В конце первого года выплаты составят 150 (при этом 100 — это сумма основного долга, а 50 — проценты по нему), если исходить из займа в 1000, не использованного на протяжении первого года. В конце десятого года сумма выплат составит 105, при этом величина процентов будет равняться 5, а остаток по основной сумме — 100. Но такой подход экономически не оправдан (см. табл. 10.3).

Поэтому погашение долга должно производиться в виде выплат фиксированных сумм. В приведенном примере ежегодные выплаты, которые предполагали погашение кредита и выплату процентов на протяжении 10 лет, составили 129,5. Здесь применяется система линейного погашения кредита, приведенная выше. Расчет погашения равными долями — в табл. 10.4. Есть и другая причина погашения кредита равными долями — линейное погашение создает проблемы с кредиторским коэффициентом покрытия.

И тем не менее едва ли погашение равными долями подходит проектной компании, если принять во внимание требование государственных органов относительно оплаты за услуги, которая должна оставаться на определенном уровне. Почти наверняка будут происходить изменения величины денежных средств по другим причинам, и, чтобы это сгладить, необходимо скорректировать схему погашения (сложный процесс моделирования), сохранить уровень платежей по проекту. Они включают:

- график ремонта и технического обслуживания, если они регулярно повторяются;
- налоговые платежи (обычно проектная компания не платит налогов в первые годы работы из-за высоких списаний проектных издержек в счет ее налоговых обязательств, а когда приходит пора платить налоги, то денежных средств внезапно становится меньше);
- влияние инфляции, которое может быть очень заметным (см. § 11.3.4).

Запланированные временные колебания в величине денежных средств, вызванные проведением капитального ремонта или значительными налоговыми выплатами, можно сгладить с помощью средств на резервных счетах, то есть тех, которые заранее накапливаются за счет изъятия части денежных средств проекта (см. § 12.2.4) для сохранения коэффициента покрытия

на постоянном уровне. Но, с точки зрения инвесторов, такое использование денег неэффективно, поскольку они лежат на счетах проектной компании мертвым грузом. Выравнивание долга — наилучший выход в этой ситуации.

Однако проектная компания не может ожидать, что получит полную свободу действия при выборе времени платежа по долгам в пределах всего срока погашения кредита. Чистые денежные поступления от проекта, остающиеся после обслуживания долга, могут выплачиваться в качестве дивидендов инвесторам. Кредиторы хотят, чтобы у инвесторов был мотив для долгосрочного и успешного управления бизнесом. Их также не слишком устраивает, если нарушается очередность выплат, когда инвесторы получают дивиденды прежде, чем будут выполнены необходимые платежи.

### § 10.5.3. Средняя продолжительность выплаты кредитов

Кроме общего срока, на который выдается кредит, кредиторы обращают внимание на график выплаты задолженности, чтобы оценить, насколько быстро будет сокращаться риск в течение этого срока. Существует значительная разница в уровне риска, если сравнивать заем в 1000, который выплачивается 100 частями на протяжении 10 лет, и заем в 1000, который выплачивается единовременно по прошествии 10 лет. Его можно измерить, изучив средний срок погашения кредита. Он покажет, не слишком ли растянут график выплаты задолженности. То же делают инвесторы, когда рассчитывают период возврата инвестиций (см. § 4.4.3). Средний срок погашения кредита — среднее число лет, в течение которых основная часть долга остается неоплаченной. Его можно рассчитать разными способами:

- обращая внимание на время, необходимое для выплаты половины кредита. Так, если кредит погашается на протяжении 4 лет путем ежегодных выплат в размере 1, то средний срок погашения составит 2 года, поскольку к этому сроку половина кредита будет выплачена;
- взвесив основную сумму кредита, которая остается неоплаченной для каждого года, а затем сложив их вместе и разделив на первоначальную величину кредита. Так для упоминавшегося выше кредита средний срок погашения будет равен 2,5 года  $([4 + 3 + 2 + 1] \div 4)$ ;
- взвесив размер выплат, умножая каждый платеж по кредиту на число лет, необходимых для погашения, и разделив полученный результат на величину кредита. Для того же кредита вычисления будут выглядеть так:  $[(1 \times 1) + (1 \times 2) + (1 \times 3) + (1 \times 4)] \div 4$ , что, разумеется, даст тот же самый результат.

Последние два способа больше подходят для расчетов, потому что учитывают график выплат. Предположим, что кредит в 4 выплачивается за 2 раза: 2 в конце второго года и еще 2 в конце четвертого года. Эти простые вычисления дают тот же результат по средней продолжительности выплаты кредита, равной двум годам, так же как и в случае с ежегодными выплатами по 1 в течение 4 лет. Но расчет при помощи взвешенных значений дает среднюю продолжительность, равную трем годам  $[(2 \times 2) + (2 \times 4)] \div 4$ . И становится понятно,



что кредит имеет более длительный взвешенный срок погашения по сравнению с займом, который выплачивается ежегодно равными долями.

Впрочем, эти расчеты становятся еще более сложными, когда речь идет о проектном финансировании, поскольку соответствующие кредиты используются постепенно на протяжении определенного времени на этапе строительства объекта. На протяжении какого периода происходит погашение и как рассчитать его среднее значение? Простого ответа не существует. Вероятно, самое распространенное решение — добавление всего времени использования кредита в расчеты средней продолжительности выплаты. В пользу этого можно привести следующий довод: кредиторы рискуют всей суммой кредита на протяжении всего периода его использования. Таким образом, кредит, равный 4, с ежегодными выплатами, равными 1, будет использован за 2 года, а затем — выплачен на протяжении последующих 4 лет равными долями. Взвешенное значение среднего срока его погашения составит 4,5 года (2 года, в течение которых им пользовались, плюс 2,5 года — среднее время погашения кредита в соответствии с приведенными выше расчетами).

Кредиторы могут ввести ограничения на величину среднего срока погашения в рамках общей политики кредитования ГЧП. Так, если участник конкурса захочет заключить соглашение о ГЧП на более длительный срок, то инвесторам, возможно, придется согласиться с более медленной выплатой дивидендов и ускоренной выплатой кредита для сохранения среднего срока его погашения.

#### § 10.5.4. Интервал между окончательной выплатой долга и завершением срока действия соглашения о ГЧП

Другим фактором, определяющим срок кредитования, является требование кредиторов относительно интервала между окончательной выплатой долга и завершением срока действия соглашения о ГЧП, во время которого плата за услуги продолжает начисляться. Это создает резервы. И если начнутся временные трудности или уровень денежных поступлений окажется ниже ожидаемого, у проекта будет достаточно средств для выплаты долга, хотя и с опозданием.

Чем выше присущий проекту риск нехватки денежных средств, тем длиннее должен быть этот интервал. Так, проект со строительством здания реализуется на устоявшемся рынке, и риск кредиторов незначителен, можно вести переговоры о шести месяцах. А в дорожной концессии высок риск недостаточного грузопотока, и здесь требуется интервал в несколько лет. Чем он длиннее, тем:

- выше плата за услуги (потому что долг выплачивается на протяжении короткого периода в рамках срока действия соглашения о ГЧП);
- дальше в очереди на выплаты находятся дивиденды — их ценность понизится в плане IRR на собственный капитал (см. § 4.4.4).

Поэтому участники конкурса захотят, чтобы интервал оставался коротким, а государственным органам также не следует заключать соглашение о ГЧП, в котором предусмотрен длительный интервал (см. § 13.3.1), поскольку он нерационален с финансовой точки зрения (и может привести к получению случай-

ных доходов от рефинансирования задолженности при благоприятной рыночной конъюнктуре — см. § 16.4.8).

### § 10.5.5. Гибкость в погашении долга

Всегда есть риск недостаточного (по сравнению с запланированным) использования объекта. Чтобы дать проектной компании некоторую свободу действий, кредиторы могут согласиться на более гибкую схему погашения. Происходит согласование двух схем.

Первая соответствует истинным ожиданиям кредиторов, они оправдываются, если проект работает, как ожидалось (то есть фактические выплаты совпадают по срокам и величине с запланированными).

Вторая соответствует минимальному уровню выплат, который необходим, чтобы проектная компания могла и дальше погашать долг. Если у нее достаточно средств, она работает по первой схеме. Если же нет, то по второй. Например, если ожидаемые выплаты кредита в 1000 запланированы сроком на 10 лет и осуществляются 20 равными частями (для удобства), то есть каждые полгода, то ожидаемую и минимальную схемы погашения можно рассчитать так, как это сделано в табл. 10.1. В ней разница между схемами сначала равняется одной выплате долга (50), впоследствии эта сумма растягивается на 19 последующих платежей в минимальной схеме. Размеры невыплаченных остатков в обеих схемах постепенно сближаются так, чтобы выплата последней части кредита произошла одновременно по двум схемам. Таким образом, можно отсрочить выплату всей требуемой суммы по завершении первого полугодия, тогда как от предпоследнего платежа можно отсрочить выплату суммы лишь в 2,6. Это дает проектной компании максимум возможностей для маневра в начале работы, когда проблемы с загрузкой объекта, скорее всего, являются наибольшими.

**Табл. 10.1.** Запланированные и минимальные выплаты кредитов

Номер выплаты	Запланированные выплаты		Минимальные выплаты		Разница
	Выплаты	Остаток	Выплаты	Остаток	
0		1000		1000	0
1	50	950	—	1000	50
2	50	900	52,6	947,4	47,4
3	50	850	52,6	894,7	44,7
4	50	800	52,6	842,1	42,1
5	50	750	52,6	789,5	39,5
...и т. д.					
18	50	100	52,6	105,3	5,3
19	50	50	52,6	52,6	2,6
20	50	0	52,6	0	0

### § 10.5.6. Крупные единовременные выплаты долга в конце срока погашения

Можно обеспечить финансирование соглашения о ГЧП, заключенного сроком на 25 лет, за счет кредита, выданного на 15 лет, если значительная часть долга приходится на единовременное погашение. То есть выплатить необходимо по прошествии 15 лет при условии его рефинансирования на тот момент. Выплаты долга будут высокими по сравнению с платой за услуги, которую постараются выплачивать государственные органы (см. § 10.5.1). Итак, схема погашения долга при помощи единовременной выплаты может включать растянутые на 14 лет выплаты по обслуживанию долга на том же уровне, что и для кредита, выданного сроком на 25 лет. При этом фактическая задолженность по кредиту должна быть погашена по окончании 15 лет. Если использовать схему погашения из табл. 10.4, то при кредите в 1000, выданном на 7 лет, ежегодные выплаты составят 73, а единовременная выплата в конце семилетнего срока — 766.

С этой схемой погашения кредита связаны следующие риски:

- Проектная компания может не найти новый источник финансирования. Риск, наверное, не столь значительный. Если к тому времени хозяйственная деятельность хорошо отлажена и компания сможет обслуживать новый долг, ей нетрудно найти кредитора. В противном случае возникнут трудности с выплатой долгосрочного кредита, если проектная компания полностью не откажется от его выплаты.
- Тогда проектная компания может пострадать от колебания процентной ставки (см. § 11.2.7) после завершения первоначально установленного срока. Поэтому такая схема погашения долга не находит широкого применения.

Однако на тех рынках, где неохотно дают кредиты на весь срок становления проекта, эта схема — лучший способ преодоления дефицита финансирования. Если развивать идею дальше, то в США банки предоставляют краткосрочные кредиты на строительство, которое финансируется за счет долгосрочных консолидированных займов или выпуска облигаций после завершения строительства. Первоначальные кредиты обычно предполагают выплату через два-три года после завершения строительства (это называется краткосрочным финансированием). Любые выплаты основной суммы долга после завершения строительства связаны со схемой долгосрочного погашения, но не распространяются дальше чем на три-пять лет и тем самым дают повод для схемы с крупными единовременными выплатами в конце срока погашения. В 2000 году в США около 85% проектного финансирования приходилось на краткосрочное, в пределах трех-пяти лет. Краткосрочное финансирование сроком на семь-девять лет (считая с момента подписания соглашения) обычно применяется для дорожных концессий в Испании. Для гибкости соглашения ГЧП в долгосрочной перспективе предпочтительнее использовать краткосрочное финансирование, которое соответствует реальному положению дел, — займы зачастую все равно приходится

рефинансировать (см. § 16.4). Хотя это можно осуществить, когда банки не озабочены риском рефинансирования и проект сможет сгладить риск повышения процентных ставок на момент рефинансирования. Это проще сделать, если первоначальная доля заемных средств в капитале составляет 70–80%, а не 90%. И, кроме того, имеется значительный временной интервал между окончательной выплатой долга и завершением срока соглашения о ГЧП, что дает его участникам дополнительную свободу действий. Все вместе означает, что краткосрочное финансирование лучше всего годится для концессии, где эти условия проще соблюсти.

### § 10.5.7. Автоматическое перечисление избыточных денежных средств на погашение задолженности

Использование крупных единовременных выплат долга в конце срока его погашения может быть связано с автоматическим перечислением избыточных денежных средств на погашение задолженности в последние годы пользования кредитом. Оно предполагает, что часть или все деньги, которые в противном случае были бы выплачены инвесторам (см. § 12.2.3), направляют на погашение задолженности (или помещают на резервных счетах в качестве гарантии выплаты долга). Это делается, чтобы стимулировать рефинансирование задолженности перед наступлением срока ее окончательного единовременного погашения.

Автоматическое перечисление избыточных денежных средств на погашение задолженности также может пригодиться в следующих случаях:

- Существует неопределенность относительно будущего роста доходов. Его можно использовать в концессии или проекте PFI, когда риск недостаточной загрузки объекта несет проектная компания. После перечисления оговоренной суммы для выплаты дивидендов инвесторам остаток средств направляется на досрочное погашение задолженности или используется для погашения задолженности и дальнейших выплат инвесторам. Итак, если реализация проекта происходит в соответствии с базовым сценарием, то инвесторы получают соответствующий доход, но поток наличности, который превышает этот уровень дохода, распределяется на выплаты инвесторам и досрочное погашение задолженности. Таким путем избыточные деньги используются для сокращения долга и создания резервного запаса на случай неблагоприятной конъюнктуры.
- Расходы придется компенсировать на протяжении многих лет, и они столь значительны, что их нельзя покрыть за счет перечисления избыточных денежных средств на резервный счет (см. § 12.2.4). Например, в дорожной концессии возникает необходимость в сооружении дополнительной полосы движения после того, как загруженность дороги возросла до определенного уровня. Скажем, через 15 лет после ее открытия. А стоимость строительства надо компенсировать за счет дорожных сборов на протяжении последующих 15 лет. Первоначальный кредит может быть выдан

на 20–25 лет (то есть выходит за пределы срока, в течение которого может понадобиться дополнительное финансирование). Очень непросто зафиксировать стоимость крупных работ на 15 лет вперед, как почти невозможно (и нецелесообразно с экономической точки зрения) взять кредит, чтобы использовать его через 15 лет. Решением может стать создание механизма автоматического перечисления избыточных денежных средств на погашение задолженности за несколько лет до начала новых работ, чтобы накопить для этого денежные средства, а также чтобы побудить инвесторов к рефинансированию кредита и привлечению дополнительных заимствований ближе к началу работ — когда это будет целесообразно.

- Кредиторы озабочены рисками, связанными с временным интервалом между окончательной выплатой долга и завершением срока соглашения о ГЧП. В таких случаях за несколько лет до окончательной выплаты долга какая-то часть или все денежные средства, остающиеся после выплаты долгов и дивидендов инвесторам, но не использованные для досрочного погашения задолженности, направляются на резервный счет.

#### § 10.5.8. Прирост задолженности

Однако если речь о концессиях, которые действуют очень долгое время (более 50 лет), используются не банковские кредиты, а облигации (см. § 9.5). Тогда подходят «облигации с приростом капитала». С помощью этой схемы возможно привлечение новых займов. Значит, будет увеличение задолженности после завершения строительства, а не начало выплат по долгам, как того обычно требуют кредиторы. Это зависит от показателей работы проекта и достигается путем капитализации части процентов по облигациям и прибавления их к основной сумме так, чтобы максимальный остаток задолженности по кредиту пришелся на период после 15–20 лет. Впоследствии выплачивается стоимость облигаций. Это отражает медленный, но постоянный рост транспортного потока или любого другого показателя загрузки объекта. По сути прирост задолженности является обязательством кредиторов заняться рефинансированием кредита, если показатели проекта оправдают их ожидания (см. § 16.4), и добавляет гибкости в схемы краткосрочного финансирования или крупных единовременных выплат долга в конце срока погашения, освобождая их от значительной части рисков. Того же самого можно добиться с помощью нарастающего свопа (см. § 11.2.10).

#### § 10.5.9. Резерв на непредвиденные расходы

Хотя вероятность перерасхода средств на приобретение основного капитала следует минимизировать (см. § 14.6), осторожный кредитор, как правило, требует от проектной компании резерва на случай непредвиденных событий. Проще всего включить резерв в бюджет расходов для приобретения основного капитала. Если нет необходимости, неиспользованные средства оттуда изымаются. С формальной точки зрения акции с отложенным размещением и долг

по резервному аккредитиву могут быть предоставлены по отдельности. В этом случае средства из резерва на непредвиденные расходы применяются по необходимости, после того как собственный капитал и заемные средства по базовому сценарию полностью использованы.

## § 10.6. Коэффициент покрытия пассивов собственным капиталом

Финансовые нормативы — основа для всех видов средне- и долгосрочных коммерческих кредитов. Основными показателями являются следующие:

- Коэффициент ликвидности (его также называют «коэффициентом наличности»), то есть краткосрочные активы (прежде всего наличность и дебиторская задолженность), поделенные на краткосрочные обязательства (например, кредиторская задолженность и займы, предназначенные к оплате в течение года). Кредиторы могут потребовать, чтобы коэффициент ликвидности был равен, скажем, 1,5х.
- Покрытие по процентам, то есть выручка до выплаты процентов, амортизации и кредитов (простая модель движения денежных средств обычной компании), поделенная на подлежащие выплате проценты за соответствующий период. Кредиторы будут стремиться, чтобы коэффициент покрытия по процентам был всегда равен, скажем, 2х.
- Лаверидж, то есть соотношение собственных и заемных средств. Кредиторы желают убедиться, что доля заемных средств не превышает, скажем, 50% от собственных средств заемщика. Его также можно выразить через коэффициент «кредит/зalog», то есть соотношение между суммой кредита и оценочной стоимостью всех активов компании или определенных активов, предоставленных кредитору в качестве обеспечения.

Эти показатели не подходят для финансирования проекта ГЧП, потому что:

- краткосрочная ликвидность проектной компании обеспечивается средствами на резервных счетах;
- срок службы проекта ограничен, и до его конца вся задолженность должна быть выплачена. У корпоративного заемщика (см. § 8.3) всегда остается какой-нибудь неуплаченный долг, а значит, показатель покрытия по процентам, который учитывает лишь способность заемщика выплачивать проценты, не помогает оценить его способность выплатить долг и не годится для оценки проектов;
- соотношение собственных и заемных средств рассчитывается на основе предположения о том, что активы компании-заемщика равняются хотя бы части их балансовой стоимости. Если компанию ликвидируют, то соотношение собственных и заемных средств показывает кредиторам надежность заемщика. Впрочем, такую остаточную стоимость нельзя приписывать имуществу проектной компании, потому что ее стоимость основывается на заключенных ею проектных соглашениях (в особенности на соглашениях о ГЧП).

Впрочем, несмотря на сказанное:

- коэффициент покрытия срока кредита (см. § 10.6.3) на самом деле является формой коэффициента «кредит/залог» в контексте проектного финансирования;
- кредиторы проектной компании ожидают, что спонсоры рискуют собственным капиталом в разумных пределах. Даже если оно в теории и возможно, 100%-ное финансирование за счет привлечения заемных средств с использованием коэффициента покрытия обычно является неприемлемым (см. § 17.6.1);
- соотношение собственных и заемных средств может быть использовано на этапе строительства, чтобы спонсоры вместе с банками принимали участие в финансировании проекта. Например, чтобы спонсоры вносили свои средства пропорционально получению займов у банков или в конце этапа строительства (см. § 7.3.4).

Таким образом, величина заимствований, которые может привлечь проектная компания (а следовательно, финансирование за счет сочетания заемных средств и собственного капитала, то есть левиридж), прежде всего определяется ее предполагаемой способностью выплачивать долги и приемлемой маржой безопасности. Эта маржа, конечно, то же самое, что и дивиденды инвесторов. Для ее оценки кредиторы подсчитывают коэффициент покрытия, который измеряет поток денежных средств по отношению к обслуживанию долга, на сезонной основе и на протяжении всего срока существования проекта. А именно:

- ежегодный коэффициент покрытия долга (ADSCR)<sup>1</sup> (§ 10.6.2);
- коэффициент покрытия срока кредита (LLCR)<sup>2</sup> (§ 10.6.3);
- коэффициент покрытия срока существования проекта (PLCR)<sup>3</sup> (§ 10.6.4).

На основании этих коэффициентов, вместе взятых, определяют максимальный размер кредита (§ 10.6.5). Но следует заметить, что проблемы возникают именно тогда, когда речь заходит о том, *как это делается* (§ 10.6.6).

### § 10.6.1. Свободные денежные средства для обслуживания долга (CADS)<sup>4</sup>

Основой для расчета всех этих коэффициентов является CADS, то есть операционные доходы за вычетом операционных расходов, с учетом любых отчислений на резервный счет содержания объекта или других подобных резервных счетов, предназначенных для покрытия любых платежей, кроме обслуживания долга (см. § 12.2.3). Любые неденежные статьи, такие как амортизационные отчисления, не учитываются. Этот показатель может выглядеть как простая модель движения денежных средств обычной компании, речь о которой шла

<sup>1</sup> Annual Debt-Service Cover Ratio (англ.).

<sup>2</sup> Loan-Life Cover Ratio (англ.).

<sup>3</sup> Project-Life Cover Ratio (англ.).

<sup>4</sup> Cash Flow Available for Debt Service (англ.).

выше, но его вычисление должно основываться на потоке кассовой наличности, а не на результатах бухгалтерского отчета. Таким образом, доходы или расходы, начисленные, но не выплаченные в течение периода начисления, необходимо исключить из расчетов, как и в случае с налоговыми начислениями, когда они фактически не выплачиваются до наступления следующего периода.

### § 10.6.2. Ежегодный коэффициент покрытия долга

ADSCR служит для оценки возможностей проектной компании по обслуживанию долга за счет годового потока наличности и рассчитывается путем деления CADS на сумму, необходимую для обслуживания долга. Так, если CADS в год составляет 120, выплата процентов — 55, а сумма для погашения кредита равна 45, то ADSCR будет равен 1,2:1 ( $120 \div (55 + 45)$ ).

ADSCR обычно рассчитывается для каждого полугодия на постоянной ежегодной основе. Этот коэффициент, очевидно, можно вычислять, когда проект проработал один год, хотя бы потому, что это влияет на возможность выплаты дивидендов (см. § 12.2.5). Он рассчитывается для предыдущего полугодия только по истечении первого периода после начала проекта. Суммы, предназначенные для обслуживания долга, скорректированы с учетом влияния, которое оказывает любое хеджирование (см. главу 11). Как явствует из табл. 10.2, показатель ADSCR — первоочередной фактор, определяющий размер кредита, получаемого для реализации проекта. Приведенные в таблице расчеты основаны на следующих предпосылках: годовой поток наличности за вычетом операционных расходов составляет 1000, при этом компания вынуждена заниматься обслуживанием долга на протяжении 25 лет. Предположим, кредиторы требуют, чтобы величина ADSCR равнялась 1,30х, а максимальная сумма обслуживания долга 769 ( $1000 \div 1,3$ ). Это значит, что максимально возможная сумма кредита составит 9833, то есть ежегодный платеж в размере 769 необходим для выплаты процентной ставки 6% и ежегодного погашения кредита в размере 9833 на протяжении 25 лет. Впрочем, если коэффициент покрытия сократится до 1,15х, то размер долга, который можно будет получить, возрастет до 11 116.

**Табл. 10.2.** Влияние ADSCR на размер займа

Срок выплаты	25 лет	25 лет
Процентная ставка	6%	6%
[a] Ежегодный денежный поток по проекту (до выплаты долга)	1000	1000
[b] Требование к величине ADSCR	1,3	1,15
Ежегодно выплачиваемая максимальная сумма процентов по долгу ( $[a] \div [b]$ )	769	870
Возможный размер заимствований (ежегодные выплаты)	9833	11 116

В соответствии с базовым сценарием кредиторы определяют размеры и график выплат займа так, чтобы значение ADSCR в течение всего срока выплаты никогда не опускалось ниже требуемого минимума. Минимальные величины



ADSCR, которые фактически определяют размер займа, с точки зрения кредитора являются функцией риска, присущего конкретному проекту. Чем выше неопределенность в отношении денежных поступлений, тем выше денежный риск, а значит, тем выше требование к величине коэффициента покрытия. Среди проектов ГЧП наиболее рискованными считаются те, которые предполагают риск использования. Для них минимальная величина ADSCR находится в пределах  $1,5 - 2x$ , в зависимости от воспринимаемого уровня риска (или определенности в отношении денежных поступлений). В более низкую категорию риска попадают проекты, связанные со строительством зданий. Здесь минимальный ADSCR находится в пределах  $1,15 - 1,2x$ .

В процессе реализации проекта действительная величина ADSCR подвергается пересмотру, а расчеты могут быть сделаны заново (см. § 12.2.5).

### § 10.6.3. Коэффициент покрытия срока кредита

LLCR рассчитывается похожим образом, но при этом учитывается весь срок кредита, то есть ожидаемая величина CADS, дисконтированная до своего IRR при помощи той же ставки процента, что применяется в случае с займами (и здесь принимают в расчет любое хеджирование), поделенная на оставшуюся на момент расчетов задолженность.

Поскольку «стоимость» проектной компании по сути равняется величине NPV ее будущих доходов, можно сказать, что показатель LLCR — вид коэффициента «кредит/залог».

LLCR полезен при первоначальной оценке возможностей проектной компании обслуживать свой долг на протяжении всего срока. Но он не столь полезен, если величина денежных поступлений сильно меняется из года в год. LLCR, таким образом, значимый показатель возможности проектной компании обслуживать свой долг своевременно.

Первоначальный минимально требуемый уровень LLCR, согласно расчетам кредиторов, зафиксированным в базовом сценарии для «стандартных» проектов, примерно на 10% превышает величину ADSCR, хотя ценность его для ГЧП представляется сомнительной (см. § 12.2.5).

### § 10.6.4. Коэффициент покрытия срока службы проектируемого объекта

Кроме прочего, кредиторы проверяют потенциал проектной компании по выплате долга после наступления срока окончательного погашения первоначального займа и в интервал между окончательной выплатой долга и завершением соглашения о ГЧП (см. § 10.5.4) — на случай трудностей со своевременной выплатой всей суммы долга.

Стоимость интервала между окончательной выплатой долга и завершением соглашения о ГЧП вычисляется при помощи PLCR. В этом случае ожидаемая величина CADS на весь срок существования проекта (а не только на срок выплаты долга, как в случае с КПСР) дисконтируется до своей NPV и полученный результат делится на остаток задолженности. Очевидно, что PLCR будет

превышать КПСР, а кредиторы могут пожелать, чтобы он был на 15–20% выше минимального значения ADSCR.

### § 10.6.5. Расчет коэффициента покрытия

В табл. 10.3 приведены стандартные расчеты коэффициента покрытия для проекта ГЧП, но выплата основной суммы долга осуществляется равными долями. Для достижения требуемой величины IRR на собственный капитал в 15% инвесторам необходимо удостовериться, что ежегодная величина CADS равна 95 (затем ее прибавляют к величине операционных расходов и получают величину платы за услуги). Впрочем, это не отвечает требованиям кредиторов к коэффициенту покрытия, потому что даже если средняя величина ADSCR равна 1,5х, то первоначальный ADSCR равен всего 1,2х.

И нельзя забывать, что кредиторы обращают внимание на минимальный уровень ADSCR, который является первым основанием для выдачи кредита. С другой стороны, величину LLCR, равную 1,3х, можно считать достаточной и обоснованной. (В таблице приводятся различные варианты ADSCR и LLCR в упрощенной форме, которыми могут пользоваться кредиторы. Например, средняя величина ADSCR и LLCR. Сомнительно, чтобы эти показатели добавляли кредиторам реальную стоимость — они лишь усложняют процесс моделирования.) Здесь есть проблема — выплата долга производится не равными долями. Когда она осуществляется равными долями, результаты другие.

Как показано в табл. 10.4, если все исходные предпосылки остаются прежними, но выплаты происходят равными долями, то CADS можно сократить до 88 и нормальная величина ADSCR для кредиторов составляет 1,2х и сохраняет величину IRR на собственный капитал инвесторов равной 15%. То есть результаты расчетов не соответствуют реальности — коэффициенты ADSCR и КПСР совпадают на протяжении всего срока кредита. Добиться этого в реальности, как сказано выше, не так легко.

Очевидно: даже если от государственных органов и не требуется сохранение величины платы за услуги (см. § 13.3.2), то участники конкурса в любом случае попытаются использовать рентную схему выплаты долгов, а не выплачивать одинаковые суммы в счет погашения основного долга, чтобы обеспечить самый приемлемый уровень платы за услуги.

### § 10.6.6. Другие проблемы, возникающие в связи с расчетами коэффициента покрытия

**Что делать с денежными остатками?** Проектная компания может хранить их на резервных счетах (см. § 12.2.4), а поскольку ADSCR и LLCR используются для оценки потенциала по обслуживанию долга, то и денежные остатки также могут пойти на выплату долга. Следует ли учитывать это при проведении соответствующих расчетов? Когда речь идет о ADSCR, то ответ отрицательный, так как этот коэффициент измеряет возможность выплачивать долг год за годом, и если денежными остатками улучшить этот показатель в один год, то на вто-

Табл. 10.3. Коэффициенты покрытия — уровень выплаты основного долга

Исходные предпосылки												
Затраты на осуществление проекта						1000						
Лeverидж (соотношение собственных и заемных средств)						90:10						
Срок действия соглашения о ГЧП						25						
Срок погашения займа						23						
Ставка процента (годовая)						6%						
Необходимый IRR на собственный капитал						15%						
Год	0	1	2	3	20	21	22	23	24	25	Всего	
(a) ADSCR	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95	2375	
Точка зрения кредитора												
(b) Выплаты по кредиту		39	39	39	39	39	39	39			900	
(c) Выплаты процентов		54	52	49	9	7	5	2			648	
(d) Сумма задолженности [(b) + (c)]		93	91	88	49	46	44	41			1548	
(e) Величина задолженности на конец года	900	861	822	783	117	78	39	0				
ADSCR [(a) ÷ (d)]		1,02	1,05	1,07	1,96	2,06	2,17	2,29				
Средний ADSCR		1,5	1,52	1,54	2,12	2,17	2,23					
LLCR [(NPV (a)*) ÷ (e)]	1,3	1,33	1,36	1,39	2,16	2,23	2,29					
Средний LLCR	1,73	1,75	1,77	1,79	2,23	2,26						
PLCR [(NPV (a)) ÷ (e)]	1,35											
Средний срок кредита	12 лет											
Точка зрения инвестора												
Вложения в акционерный капитал	-100											
Дивиденды [(a) – (d)]		2	4	7	46	49	51	54	95	95	827	
IRR	15%											
Период выплаты	ок. 9 лет											

\* к 23-му году.

**Табл. 10.4.** Коэффициенты покрытия — выплаты основного долга равными долями

<b>Исходные предпосылки</b>											
Те же, что и для табл. 10.3, за исключением фиксированных ежегодных выплат для погашения кредита											
Год	0	1	2	3	20	21	22	23	24	25	Всего
(а) ADSCR	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	2200
<b>Точка зрения кредитора</b>											
(b) Выплаты по кредиту		19	20	22	58	61	65	69			900
(c) Выплаты процентов		54	53	52	15	12	8	4			782
(d) Сумма задолженности [(b) + (c)]		73	73	73	73	73	73	73	73		1682
(e) Величина задолженности на конец года	900	881	861	839	196	134	69	0			
ADSCR [(a) ÷ (d)]		1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2			
Средний ADSCR		1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2				
LLCR [(NPV (a)*) ÷ (e)]	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2				
Средний LLCR	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2					
PLCR [(NPV (a)) ÷ (e)]	1,25										
Средний срок кредита	14 лет										
<b>Точка зрения инвестора</b>											
Вложения в акционерный капитал	-100										
Дивиденды [(a) – (d)]		15	15	15	15	15	15	15	88	88	518
IRR	15%										
Период выплаты	ок. 7 лет										

\* к 23-му году.

рой год его уже нельзя использовать. В этом случае разумнее применить LLCR для учета на резервных счетах наличности, предназначенной для обслуживания долга, поскольку она — часть ресурсов, которые можно использовать для выплаты долга на протяжении срока существования проекта. Проектная компания может утверждать, что остатки на других резервных счетах, например, предназначенных для оплаты расходов по ремонту и техническому обслуживанию объекта, также следует учитывать в расчетах LLCR по той же причине. Кредиторы, напротив, укажут, что эти средства не предназначены для сокращения задолженности.

Есть два способа включить эти остатки в расчеты показателя LLCR: прибавить их к чистой дисконтированной стоимости CADS или вычесть из остатков

задолженности. В последнем случае это приведет к увеличению коэффициента покрытия, а первый, вероятно, представляет собой обычную для рынка проектного финансирования процедуру.

**Перечисление денег с резервных счетов и на резервные счета.** При расчете ADSCR и LLCR перечисление денег на резервные счета с любой целью, кроме обслуживания долга, рассматривается как вычеты из операционных денежных средств за соответствующий период, а использование этих денег (например, для оплаты расходов по ремонту и техническому обслуживанию объекта) означает их добавление в сумму денежных средств (и, следовательно, компенсацию фактических затрат).

Перечисление денег с резервных счетов и на любые резервные счета для обслуживания долга не учитывается при расчете ADSCR (который показывает способность проектной компании регулярно выплачивать задолженность, не используя резервы).

Процент, получаемый от резервных счетов, обычно включается в доход от основной деятельности при расчете коэффициентов покрытия, если только остаток на соответствующих резервных счетах не опускается ниже требуемого уровня (который означает, что процент, начисленный на средства, хранящиеся на резервных счетах, нельзя изъять).

**Налогообложение.** Строго говоря, CADS не учитывает налоги, которые должна платить проектная компания, поскольку налоги рассчитываются после выплаты процентов. Тем не менее довольно распространенной процедурой является вычет ожидаемой суммы налоговых платежей (при оплате наличными) из суммы денежных средств для расчета величины CADS.

Итак, если проектная компания — партнерство с ограниченной ответственностью (см. § 7.6.1), чья финансовая модель не предполагает выплаты налогов, то это может оказаться полезным для инвесторов, если кредиторы не станут требовать увеличения коэффициента покрытия, чтобы это компенсировать.

## § 10.7. Отношение коэффициента покрытия к соотношению собственных и заемных средств и прибыль от акций

Существует сложное взаимодействие между соотношением собственных и заемных средств, требованиями к коэффициенту покрытия, стоимостью долга и графиком его выплаты, а также ставкой доходности инвесторов.

Участнику конкурса необходимо достичь баланса по этим показателям, чтобы сделать предложение, наиболее выгодное с точки зрения величины платы за услуги. Это можно увидеть в табл. 10.5. В ней рассматриваются пять сценариев.

- При первом стоимость проекта составляет 1000, и кредиторы готовы предоставить заем для покрытия 95% его стоимости при условии, что их ADSCR будет равен 1,2х. Заем предоставляется сроком на 26 лет под 6% годовых, с использованием рентной схемы выплаты долгов. Это означает, что величина ежегодных выплат будет равняться 73. Инвесторам требуется, чтобы IRR на собственный капитал равнялась 15%, а ежегодные выплаты дивиден-

дендов — 8. Итак, совокупная величина платы за услуги должна служить для покрытия выплат по долгам и прибылей по акциям (без учета дополнительных платежей для покрытия операционных расходов), достигающих 81 (73 + 8). Но они недостаточны, чтобы обеспечить кредиторам показатель ADSCR, равный 1,2х: для этого необходима величина в 88 (73×1,2). Итак, коэффициент покрытия устанавливает естественные ограничения для займов проектной компании.

- Во втором сценарии величины приходят в равновесие. При соотношении собственных и заемных средств, равном 91%, величина годового обслуживания долга снижается до 70, а полученная в итоге величина платы за услуги равна 84 (70 + 14), ее достаточно для коэффициента покрытия, равного 1,2х (70×1,2).

**Табл. 10.5.** Взаимоотношения между коэффициентом покрытия, соотношением собственных и заемных средств и IRR на собственный капитал

	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3	Сценарий 4	Сценарий 5
Затраты на осуществление проектов	1000	1000	1000	1000	1000
Левэридж (соотношение собственных и заемных средств)	95:5	91:9	93:7	91:9	70:30
Минимально необходимый ADSCR	1,2х	1,2х	1,15х	1,2х	1,2х
Ставка процента по кредитам	6%	6%	6%	6%	5,8%
Необходимый IRR инвесторов на собственный капитал	15%	15%	15%	9%	9%
Срок погашения займа	26	26	26	26	26
Ежегодные платежи					
Ежегодная сумма выплат по займу (при регулярном погашении равными долями)	73	70	72	70	53
Необходимая для инвесторов величина ежегодного дохода	8	14	11	9	30
Плата за услуги для покрытия выплат по займу + для получения дохода*	81	84	82	79	83
Реальная величина ADSCR	1,11х	1,2х	1,15х	1,13х	1,57х
Величина платы за услуги, необходимая для коэффициента покрытия*	88	84	82	84	63

\* За вычетом суммы для покрытия операционных расходов.

- Третий сценарий предполагает, что кредиторы хотят снизить коэффициент покрытия с 1,2х до 1,15х. Тогда соотношение собственных и заемных средств можно увеличить до 93%, а плату за услуги понизить до 82. (Для достижения аналогичного результата при сохранении коэффициента 1,2х и снижении стоимости долга величина процента по кредиту снизится с 6 до 5,8%. Это говорит, что уменьшение величины коэффициента покрытия является альтернативой снижению стоимости долга.)
- Четвертый сценарий предполагает, что участники конкурса хотят сделать свою заявку более привлекательной, снизив требуемую IRR на собственный капитал с 15 до 9%. В таком случае сумма ежегодного обслуживания долга и выплат доходов по акциям составит 79 (70 + 9), но в действительности это не приведет к снижению платы за услуги, поскольку придется сохранить их прежнюю ежегодную величину — 84, чтобы обеспечить требуемый кредиторами коэффициент покрытия. Сочетание коэффициента покрытия и соотношения собственных и заемных средств также фактически определяет уровень дохода инвесторов.
- Пятый сценарий возвращает ситуацию к равновесию: этого можно добиться, лишь снизив соотношение собственного и заемного капитала с 91 до 70%. Обратите внимание: стоимость долга лишь чуть-чуть уменьшилась, потому что предложенный кредиторам коэффициент покрытия высок (1,57х). В результате такой перестройки плата за услуги равна той, что во втором сценарии. Как уже сказано в § 8.5.1, совсем необязательно, чтобы инвесторы приняли сокращение величины дохода от акций, пропорциональное сокращению соотношения собственных и заемных средств. Хотя есть страны (Испания), где встречаются схема из пятого сценария и доход от акций, особенно в концессиях, когда кредиторы в любом случае требуют повышенного коэффициента покрытия вследствие риска недостаточного использования.

Конечно, эти расчеты очень упрощены и предназначаются для иллюстрации соответствующих принципов. Они не учитывают:

- требование к LLCR (см. §10.6.3);
- налог (см. ниже);
- инфляцию (см. § 11.3);
- влияние временного интервала между окончательной выплатой долга и завершением срока действия соглашения о ГЧП на IRR на собственный капитал (см. § 10.5.4).

## § 10.8. Вопросы ведения бухгалтерского учета и налогообложения

Хотя финансовая модель для проектного финансирования в рамках ГЧП в большей степени связана с движением наличности, нежели с результатами учета, обычно существует необходимость добавления в модель бухгалтерских расче-

тов, то есть баланса прибылей и убытков (отчет о финансовых результатах) и балансовых отчетов для каждого расчетного периода, потому что:

- результаты расчета важны для спонсоров, которые не желают публиковать данные о расчетных убытках от капиталовложений в филиал проектной компании;
- налоговые платежи в большей степени основываются на результатах учета, а не на движении наличности (см. § 10.8.1 – 10.8.2);
- результаты учета влияют на возможность проектной компании выплачивать дивиденды и на ее способность и дальше осуществлять свою деятельность (см. § 10.8.3);
- балансовый отчет прекрасно подходит для проверки финансовой модели на предмет ошибок, и если она не сходится с отчетом, то где-то допущена ошибка.

### § 10.8.1. Расчет налога

Основное различие между движением наличности и результатами учета в финансовой модели касается расчетов и выплаты налогов на доходы юридического лица — проектной компании. (Выплата этого налога предполагает наличие плательщика — юридического лица, а не партнерства либо кого-то, кто не обязан платить налоги по иным причинам.) Проект ГЧП предполагает высокие первоначальные расходы на приобретение основного капитала. Если компании придется проводить списание расходов по мере их появления, то результатом станут огромные убытки на этапе строительства, за которыми последуют огромные прибыли на этапе эксплуатации. Это, по-видимому, не отражает реальное положение дел с проектом. В большинстве стран расходы на приобретение основного капитала капитализируются (то есть включаются в актив баланса). Как было сказано выше (см. § 10.3.2), расходы на приобретение основного капитала включают не только расходы на строительство, но и затраты на содержание и текущий ремонт объекта, которые возникают в процессе его эксплуатации (так же как расходы на участие в конкурсе, осуществление проекта, расходы на финансирование, платежи консультантам и т. д.). Общая их величина впоследствии списывается (амортизируется) на протяжении всего срока службы капитала, и именно эти суммы списаний налогами не облагаются. Величина списаний может быть больше в первые годы осуществления проекта благодаря ускоренной амортизации. В некоторых странах (например, в Соединенных Штатах Америки и Великобритании) списание может по-разному применяться для налогообложения и бухгалтерского учета. Для бухгалтерского учета имущество проекта списывается на протяжении всего срока службы, то есть стоимость его списывается за счет полученной с его помощью выручки и способствует увеличению чистой прибыли в первые годы существования проекта.

Для налогообложения применяется метод ускоренной амортизации. Разница — в непосредственном или отсроченном перечислении средств в резерв,



предназначенный для уплаты налогов и включенный в пассив баланса. В других странах (например, во Франции и Германии) цели бухгалтерского учета и налоговых списаний совпадают.

В соответствии с третьим подходом инвестиции проектной компании рассматриваются в качестве финансовых требований в соответствии с соглашением о ГЧП, а их списание направлено на получение дохода на протяжении всего срока существования проекта (эту систему в Великобритании называют счетом «дебитора по контракту»).

### § 10.8.2. Налоговые платежи

С помощью любого из этих методов расчета налогов едва ли можно добиться, чтобы величина налоговых платежей соответствовала величине CADS за соответствующий период. По обычной схеме проектная компания платит небольшой налог на доходы юридических лиц в первые годы из-за высокого уровня амортизационных списаний, но в последующие годы размер налоговых выплат возрастает. Поскольку оставшаяся часть операционных расходов, скорее всего, в основном не изменится (то есть изменения могут быть связаны с темпом инфляции), это сильно усложняет сохранение платы за услуги на неизменном уровне (см. § 13.3.2). Например, долг невозможно выплачивать равными долями, а выплаты необходимо скорректировать относительно последующих периодов существования проекта. Более того, неожиданный «всплеск» в потоке кассовой наличности может быть вызван началом налоговых выплат после того, как произойдет первоначальное списание капитала. Если связанные с этим налоги включены в CADS для расчета кредиторского коэффициента покрытия (см. § 10.6.6), это, скорее всего, произойдет, когда показатель ADSCR наименьший, а следовательно, может определять, до какого уровня можно накапливать долг (см. § 10.6.2). Время выплаты налогов также необходимо учитывать при построении финансовой модели. И здесь в разных странах применяются разные системы. В одних налоги на доходы юридических лиц выплачиваются на следующий по отношению к отчетному финансовому году. В других налоги платят в счет причитающейся суммы на протяжении отчетного финансового года, а корректировку проводят в соответствии с полученным за этот год доходом.

### § 10.8.3. Дивидендная ловушка

Проектная компания может на законном основании выплачивать дивиденды по акциям, когда модель показывает, что кассовой прибыли достаточно для их выплаты. Она может показывать в отчетности, что несет убытки в первые годы вследствие высокого уровня списания стоимости собственных активов (при неизменной величине дохода, с поправкой на инфляцию, на протяжении всего срока существования ГЧП — см. § 11.3), а ее доходы так и будут превышать расходы и после выплаты налогов. Обычно компания не может выплачивать дивиденды своим акционерам при отрицатель-

ном балансе прибылей и убытков, то есть если общая сумма начисленных убытков (плюс прошлые дивиденды) превышает общую сумму начисленной прибыли. Это зависит от разницы между величиной налоговых списаний и величиной выплат основной части долга. Если первый показатель намного превышает второй, значит, убытки превысили прибыль, если все наоборот, то прибыль превышает убытки. (Данное утверждение в меньшей степени относится к странам, где учет амортизационных списаний не отражает налоговые списания.) Поэтому схема инвестиций в проектную компанию должна учитывать вероятность «дивидендной ловушки», которая может возникнуть по следующим причинам:

- Превращение части этих инвестиций в долг второй очереди, а не в акционерный капитал (см. § 7.3.3). Финансовая модель используется для проверки схемы на предмет ее способности адекватно фиксировать результаты учета в течение всего срока существования проекта.
- Выдача промежуточных кредитов акционерам из излишков денежных средств, которые нельзя распределить, чтобы выплатить стоимость кредитов за счет дивидендов, полученных в следующие периоды. Это, скорее всего, серьезно осложнит выплату налогов и, значит, может быть использовано, если схема с долгом второй очереди по какой-то причине окажется неэффективной.

С другой стороны, если акции составляют сравнительно небольшую часть капитала и значительная часть вложений в акционерный капитал приходится на долг второй очереди, появившийся в результате займов у акционеров, то существует опасность, что общая сумма начисленных убытков в первые годы превысит величину капитала по записям в бухгалтерских книгах. Если у компании существует отрицательная разность между суммой залога и рыночной стоимостью имущества, то ей, возможно, придется пройти, по решению суда, процедуру реструктуризации капитала или прекратить коммерческую деятельность. Следовательно, и в этом случае финансовая модель используется для того, чтобы разные сочетания привлечения денежных средств не создали проблем.

## § 10.9. Право регресса по отношению к спонсорам

В схеме финансирования проекта у спонсоров есть лишь одно финансовое обязательство — приобретение своей доли акционерного капитала (то есть кредиторы предоставляют проектной компании кредит без гарантии его выплаты за счет спонсоров — кредит без права обращения взыскания на имущество спонсоров).

Государственные органы могут испытывать беспокойство при заключении соглашения с проектной компанией без репутации и значительных активов, кроме тех, что указаны в соглашении о ГЧП. Они хотят получить гарантии завершения строительства по проекту или для закрепления материальной ответственности за результаты либо от спонсоров, либо от субподрядчиков.

Обычно для проектной компании это невозможно, особенно потому что подобных гарантий в первую очередь потребуют кредиторы. Государственным органам приходится полагаться на собственную комплексную юридическую проверку спонсоров, а также качества и финансовые возможности субподрядчиков — вместе с мощными финансовыми стимулами, прописанными в соглашении о ГЧП (как и денежными штрафами при неисполнении).

Впрочем, хотя в принципе спонсоры не предоставляют кредиторам проектной компании гарантий по выплате кредитов, иногда кредиторам дают ограниченные гарантии для покрытия риска, который считается неприемлемым. Вот примеры.

- *Страхование приобретения площадки* (см. § 14.5.1) или ее продажи (см. § 14.5.9).
- *Условное обязательство приобретения акций*. Спонсоры согласны вложить фиксированную сумму в проектную компанию, чтобы удовлетворить требования к установленной соглашением величине кассовой наличности.
- *Гарантия на случай перерасхода средств*. Спонсоры соглашаются вложить дополнительный акционерный капитал, чтобы выполнить требования относительно предельной суммы для покрытия любого перерасхода средств на этапе строительства (или эксплуатации).
- *Гарантия завершения проекта*. Спонсоры соглашаются вложить дополнительные средства, чтобы обеспечить завершение строительства объекта к определенному сроку. Они принимают на себя риск, связанный с перерасходом средств или необходимостью первоначальных выплат по долгам. Эти обязательства, изложенные в более расплывчатой форме, дают кредиторам возможность показать, какие убытки они понесли из-за задержек в строительстве.
- *Гарантия официального оформления финансовых аспектов проекта*. Спонсоры также гарантируют, что проект достигнет минимального уровня поступлений от основной деятельности или кассовой прибыли, и тем самым компенсируют краткосрочную задолженность, вызванную недостатком кассовой наличности.
- *Обязательство компенсировать выплаты по кредиту*. Спонсоры гарантируют достижение минимального уровня коэффициента покрытия на момент завершения, в противном случае они станут выплачивать кредит до тех пор, пока коэффициент не достигнет требуемого значения.
- *Гарантия исполнения финансовых обязательств*. Спонсоры соглашаются предоставить дополнительное финансирование, если поток кассовой наличности снизится до минимально допустимого значения из-за задержек в осуществлении проекта.
- *Гарантия возмещения затрат на оплату долга*. Спонсоры соглашаются компенсировать любой недостаток кассовой наличности проектной компании для обслуживания долга до той степени, что и полученные ими дивиденды.
- *Гарантия выплаты процентов*. Спонсоры соглашаются выплачивать проценты по кредиту, если проектная компания не в состоянии сделать

это. На практике это означает полную гарантию выплаты займа. Спонсоры продолжают платить проценты в течение неопределенного периода или до момента их окончательной выплаты.

- *Гарантия компенсации дефицита наличности.* Спонсоры обязуются выплачивать любую задолженность, которую невозможно выплатить из-за недостатка наличности у проектной компании, что, по сути, является полной гарантией финансирования.
- *Гарантия выплаты недостающих средств.* Гарантия оплаты любой суммы долга перед кредиторами после аннулирования кредита и реализации других ценных бумаг.

Однако следует подчеркнуть, что подобная поддержка со стороны спонсоров — скорее исключение, нежели правило.

## Глава 11. Финансовое хеджирование

### § 11.1. Введение

В этой главе раскрываются две основные макроэкономические проблемы в финансовом структурировании проекта ГЧП, а именно — инфляция (§ 11.3) и риск изменения процентной ставки (§ 11.2).

Другой макроэкономический риск, способный повлиять на осуществление проекта, — изменение валютных курсов, но он возникает, когда финансирование, плата за услуги, расходы на приобретение основного капитала или операционные расходы производятся в валюте разных стран. Впрочем, если это и случается в других областях проектного финансирования, с проектами ГЧП такого обычно не происходит. Некоторые исключения встречаются среди концессий, в которых пользователи оплачивают услуги в иностранной валюте, например, когда речь идет о портах или аэропортах либо когда для осуществления проекта применяется импортное капитальное оборудование, чего, как правило, не бывает в проектах, связанных с инфраструктурой. Поэтому мы не рассматриваем этот вид риска. (Данная тема затрагивается в главе 9, посвященной принципам проектного финансирования.)

Финансовое хеджирование прямо или косвенно влияет на государственные органы, затрагивая либо первоначальную плату за услуги (см. § 11.2.13), либо суммы, которые государство должно выплачивать при некоторых обстоятельствах после окончания срока действия соглашения о ГЧП (см. § 15.5.1). Поэтому изучение финансового хеджирования — важная часть предварительной экспертизы, проводимой государственными органами (см. § 6.5.3).

### § 11.2. Риск изменения процентной ставки

Компании может потребоваться кредит сроком на 20–30 лет. Несмотря на то что облигации для проектного финансирования ГЧП всегда имеют фиксированный процентный доход (исключение — облигации с индексируемой относительно уровня инфляции ставкой процента, см. § 11.3.6), коммерческие банки редко выдают кредиты на длительный срок под фиксированную ставку процента, поскольку трудно найти вкладчиков, готовых давать средства на такой срок. Поэтому все банковские кредиты выдаются под «плавающий» процент, когда ставка фиксируется каждые полгода в соответствии с текущими рыночными ставками по краткосрочным вкладам, сюда же прибавляется и кредитная маржа (см. § 10.4.1). Пример — LIBOR (Лондонская межбанковская ставка предложения), которая отражает плавающие процентные ставки по кредитам в фун-

тах стерлингов и ряде мировых валют, таких как доллар США. Или родственный ему Euribor (Европейская межбанковская ставка предложения в зоне евро).

**Табл. 11.1.** Влияние колебаний процентной ставки

Ставка процента	6%	7%	8%
Срок кредита: 25 лет			
Остаток задолженности	1000	1000	1000
Свободные денежные средства для обслуживания долга (CADS) [a]	94	94	94
Процентные выплаты	-60	-70	-80
Выплата основного долга	-18	-18	-18
Совокупное обслуживание долга [b]	-78	-86	-94
Прибыль инвесторов	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>0</b>
ADSCR [a] + [b]	1,2	1,1	1

В табл. 11.1 показаны последствия колебаний процентных ставок. Она составлена на исходной посылке, что существует проект, под реализацию которого был выдан кредит в 1000 под 6%, его погашение должно происходить по аннуитетной схеме на протяжении 25 лет, при этом сумма наличности, доступной для его погашения, равняется 94.

Получается, что в первый год обслуживание долга составит 78 (18 пойдет в счет оплаты основной суммы долга, а 60 — выплаты по процентам) при условии, что ADSCR составляет 1,2х. Если величина процентной ставки по обслуживанию долга изменится до 7 или 8%, то ADSCR сократится до 1,10х или 1,00х соответственно. Эти изменения неблагоприятны для кредиторов и катастрофичны для инвесторов, чей доход уменьшается наполовину при росте процентной ставки на 1% и полностью исчезает при ее 2%-ном увеличении. Таково неизбежное следствие высокой доли заемного капитала и недостаточного покрытия средств для обслуживания долга, свойственного проектному финансированию. Незначительные изменения в процентных ставках оказывают сильное влияние на чистый поток денежных средств.

То же самое происходит и с процентным доходом на этапе строительства (ПДЭС). Процент не выплачивается в виде денежной наличности, а капитализируется (то есть прибавляется к сумме займа) или выплачивается за счет использования займов. Так ПДЭС становится частью бюджета расходов на приобретение основного капитала (см. § 10.3.2). При этом существует риск: если величина ПДЭС не фиксированная и в итоге превышает запланированную величину, то возрастут издержки на строительство (см. § 14.6). Как правило, кредиторы не допускают использование резерва на непредвиденные расходы по строительству для покрытия этого риска, поскольку изначально он предназначается для покрытия возросших издержек на капитальное строительство (в основном речь о договоре подряда) или последствий задержек, повлекших за собой более высокие расходы на выплату общей суммы процентов.

Итак, когда проектная компания имеет значительную долю заемных средств, плавающая ставка процента не играет такой важной роли для инвесторов или кредиторов. Государственные органы не заинтересованы в ухудшении финансового положения компании, так как это может препятствовать оказанию услуг, определенных соглашением о ГЧП. Для устранения этого риска необходимо финансовое хеджирование.

### § 11.2.1. Хеджирование, которое проводят государственные органы

Самым простой (и дешевый) способ страхования от потерь, связанных с этим риском, — изменение величины платы за услуги вслед за изменениями плавающей процентной ставки по займам проектной компании. Он известен и в других сегментах рынка проектного финансирования, но редко используется в ГЧП, поскольку чреват проблемами с балансом у государственных органов, осуществляющих проекты по типу PFI. Использование такой схемы означает, что часть платы за услуги придется направлять на обслуживание долга проектной компании, а это, скорее всего, приведет к тому, что долг придется оплачивать из государственного бюджета (см. § 5.5.4). Ее также нельзя применять в концессиях, поскольку потребители не станут терпеть постоянные изменения цен. Значит, проектной компании вместо этого придется заниматься хеджированием.

### § 11.2.2. Свопы процентных ставок

Наиболее распространенная форма финансового хеджирования, которое применяется для страхования от риска изменения процентных ставок и практически всегда при проектом финансировании, — своп процентных ставок. В соответствии с соглашением о свопе процентных ставок (его также называют «простым процентным свопом») один участник сделки обязуется выплачивать проценты в зависимости от изменения их ставки — в обмен на обещание второй стороны выплачивать проценты по фиксированной ставке, и наоборот. Свop процентных ставок — давнее изобретение, форма производного финансового инструмента, появившегося в 70-е годы. Банки, работающие на рынке производных финансовых инструментов, широко его применяют. Рынок свопов более значителен по сравнению с рынками других производных процентных инструментов с длительными сроками погашения, использование которых — отличительная черта ГЧП (см. § 11.2.8).

Заклучив соглашение о процентном свопе, проектная компания обязуется выплачивать проценты в соответствии с изменением плавающих ставок по кредиту. Она согласна выплатить своему контрагенту (банкам или банку — «поставщику свопа») разницу между плавающей и зафиксированной в соглашении ставкой процента, если плавающая ставка опустится ниже фиксированной, либо поставщик свопа будет выплачивать компании разницу в случае превышения плавающей ставкой величины фиксированной. Эти платежи совершаются, если процентная ставка пересматривается, скажем, раз в полгода, а даты платежа называются «датами расчетов». Поставщику

свопа намного проще заключить такое соглашение, чем заниматься привлечением долгосрочного финансирования под фиксированный процент и последующим кредитованием проектной компании, поскольку его собственные контрагенты на финансовом рынке несут куда меньший кредитный риск, занимаясь предоставлением свопов, а не долгосрочным кредитованием. Таким образом, поставщик свопа может воспользоваться тем, что имеет доступ к краткосрочному финансированию, которое предоставляется под фиксированный процент, исходя из предположения, что у него всегда будет возможность получить финансирование, а затем осуществить свопинг по фиксированной ставке (см. § 11.2.8).

**Табл. 11.2.** Процентный своп

Полугодия	1	2	3	4	5
(a) Номинальная основная сумма	1000	1000	1000	1000	1000
(b) Плавающая ставка процента (годовых)	4%	5%	6%	7%	8%
(c) Ставка, зафиксированная в соглашении о свопе	6%	6%	6%	6%	6%
(d) Плавающая процентная ставка [(a) × (b)]	20	25	30	35	40
(e) Фиксированная процентная ставка [(a) × (c)]	30	30	30	30	30
(f) Разница [(d) – (e)]	–10	–5	0	5	10
<b>С точки зрения проектной компании</b>					
(g) Процент по кредиту [= (d)]	20	25	30	35	40
(h) Выплата/получение разницы [= – (f)]	10	5	0	–5	–10
Чистая стоимость процента [(g) + (h) = (e)]	30	30	30	30	30
<b>С точки зрения поставщика свопа</b>					
(i) Процент по номинальной основной сумме [= (e)]	30	30	30	30	30
(j) Выплата/получение разницы [= (f)]	–10	–5	0	5	10
Чистая стоимость процента [(i) + (j) = (d)]	20	25	30	35	40

Расчет величины чистых платежей между проектной компанией и поставщиком свопа основывается на «величине номинальной основной суммы» для каждого периода (то есть размере кредита, на который начисляется процент), хотя в соглашении о свопе ни одна из сторон не является кредитором другой, а просто выплачивает разницу между двумя процентными ставками. В табл. 11.2 показано, как эта обменная операция может в действительности выполняться. Предположим следующее:

- Проектная компания берет кредит в 1000 (это и есть величина номинальной основной суммы) и погашает кредит при помощи единовременного платежа по прошествии 2,5 года.
- Кредит выдается под плавающую ставку процента, которая пересматривается каждые 6 месяцев.
- Проектная компания обязуется выплачивать разницу между плавающей процентной ставкой и фиксированной ставкой в 6%.



**Табл. 11.3.** Расчет потерь из-за досрочного расторжения соглашения о свопе

Исходные посылки													
Номинальная основная сумма	1000												
Срок действия соглашения о кредите и свопе	15 лет												
Первоначальная величина фиксированной ставки процента	8%												
Величина фиксированной ставки процента при прекращении соглашения о свопе	6%												
Год	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Платежи по фиксированным ставкам:													
— по первоначальной ставке	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
— по пересмотренной ставке	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Ежегодные потери поставщика свопа	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
NPV потерь (при дисконтной ставке в 6%)	= 177												

- Плавающая ставка процента действительно растет с 4% в первом полугодии до 8% в пятом полугодии.

Как видим, проектная компания превратила выплаты плавающих процентов в эквивалент процентной ставки, равной 6%, а поставщик свопа поступил наоборот.

### § 11.2.3. Риск и потери из-за досрочного расторжения соглашения

И хотя ни один из участников сделки не дает другому в долг денег, каждый из них несет кредитный риск, который станет актуальным, если сделка будет отменена, например, из-за того что проектная компания откажется платить по долгам. В этой ситуации поставщику свопа придется расторгнуть соглашение и заключить новое, чтобы сбалансировать свои поступления на оставшийся срок (то есть другая сторона, по сути, примет на себя обязательства проектной компании). Но если в долгосрочном периоде фиксированная ставка процента снизится по сравнению с указанной в соглашении о свопе, то новый контрагент может отказаться платить ту же высокую фиксированную процентную ставку, что и проектная компания. Разница между первоначальной фиксированной ставкой и новой — убытки первоначального поставщика свопа. Их называют «потерями из-за досрочного расторжения соглашения» (или «расходами из-за досрочного прекращения платежей»). Конечно, если отказ контрагента платить по долгам в долго-

срочном периоде увеличит фиксированную ставку процента — по сравнению с первоначальной, то поставщику свопа удастся избежать расходов из-за досрочного прекращения платежей. Наоборот, тогда возникает причитающаяся проектной компании компенсация из-за досрочного расторжения соглашения.

Например, как показано в табл. 11.3, если номинальная основная сумма, равная 1000, выдается сроком на 15 лет под фиксированные 8% и через 3 года проектная компания отказывается платить по своим долгам, то поставщику свопа остается только заключить новое соглашение с фиксированной ставкой 6%, а его потери составят до 20 в год в течение оставшихся 12 лет. Потери из-за досрочного расторжения соглашения о свопе представляют собой NPV указанных сумм с дисконтированием на 6% (новый курс свопа), что равняется 177. Следовательно, это сумма, которую проектная компания должна выплатить при прекращении соглашения о свопе.

В табл. 11.4 показаны потери, которые возникают из-за досрочного расторжения соглашения о свопе в различные моменты для кредита, выплачиваемого по аннуитетной схеме с корректировкой через каждые полгода. Таким образом, при досрочном прекращении платежей сразу после официального оформления финансовых аспектов проекта и снижении к тому моменту процентной ставки в долгосрочном периоде с 8 до 6% — потери поставщика свопа составят 51 (это NPV при 6% разницы между выплатами 8 и 6%). Если соглашение расторгается в конце первого периода, то потери составят 42, а если в конце второго, то 35, и т. д. Но если ставка реинвестирования превышает 8%, то итогом станет прибыль, которую получит проектная компания, а не потери из-за расторжения соглашения о свопе. Процесс оценки свопа относительно текущих рыночных ставок называют «переоценкой по рыночным ценам», и если своп показывает прибыль при досрочном прекращении платежей, то говорят, что его цена «в пределах цены контракта». А если он приносит убытки, то его цена «за пределами цены контракта».

Следовательно, риск потери из-за досрочного расторжения соглашения не является фиксированной величиной, а зависит от:

- оставшегося срока действия соглашения о свопе;
- от произошедших изменений рыночной ставки, когда проектная компания отказывается платить по долгам;
- от того, достигла ли первоначальная ставка процента исторического максимума или минимума (и если речь идет о минимуме, то величина потерь от досрочного расторжения соглашения ниже, потому что процентные ставки в долгосрочном периоде вряд ли могут опуститься еще ниже).

Риск возникновения потерь, связанных с досрочным завершением, касается:

- поставщика свопа, для которого величина потерь из-за досрочного расторжения соглашения составляет сумму, которой он рискует в случае отказа проектной компании платить по долгам;
- других кредиторов, так как поставщик свопа наравне с кредиторами предъявит свои права на предоставленный ими кредит, если проектная компания откажется платить по долгам (см. § 12.6.1);

**Табл. 11.4.** Изменение величины потерь из-за досрочного расторжения соглашения

<b>Исходные посылки</b>											
Номинальная основная сумма	1000										
Срок действия соглашения о кредите и сво- пе	5 лет*										
Первоначальная вели- чина фиксированной ставки процента	8%										
Величина фиксирован- ной ставки процента при прекращении со- глашения о свопе	6%										
<b>Полугодие</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Номинальная основная сумма	1000	917	833	750	667	583	500	417	333	250	167
Платежи по процентам		40	37	33	30	27	23	20	17	13	10
<i>Выплата основной суммы</i>		83	87	90	93	97	100	103	107	110	113
<i>Долг итого</i>		123	123	123	123	123	123	123	123	123	123
<b>Платежи по фиксированным ставкам:</b>											
— первоначальная сумма (при ставке 8%)		40	37	33	30	27	23	20	17	13	10
— вновь установлен- ная сумма (при став- ке 6%)		30	28	25	23	20	18	15	13	10	8
<b>Разница</b>		<b>10</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Ежегодные потери</b> (= NPV потерь при дис- контной ставке в 6%)	49	42	35	29	23	18	13	9	5	2	

\* Выплачивается по аннуитетной схеме за 10 полугодий.

- проектной компании — в случае рефинансирования первоначального займа (см. § 16.4);
- государственных органов, когда они выплачивают кредит, например, воспользовавшись правом прекращения соглашения о ГЧП (см. § 15.6), что означает выплату всех связанных с этим штрафов.

Следует отметить, что кредитор, который давал кредит под плавающую ставку процента, также может понести небольшие потери, если проектная компания откажется платить по долгам в период между двумя датами установления фиксированной процентной ставки.

#### § 11.2.4. Методы расчета ставок по свопам процентных ставок

В основе фиксированной ставки процента, которую предлагает поставщик свопа, лежат три элемента.

**Проценты по государственным облигациям.** Они служат основой «базовой ставки» для свопа. Например, величина свопа в долларах США, по соглашению, заключенному сроком на 7 лет, равняется текущей доходности облигаций казначейства США с тем же сроком обращения.

**Премия на рынке свопов.** Она отражает соотношение спроса и предложения на рынке свопов, а также на рынке корпоративных облигаций с фиксированной ставкой (см. § 9.4), поскольку эмитенты корпоративных облигаций и другие участники рынка могут одновременно проводить при помощи свопа арбитражные сделки на рынке облигаций с фиксированной и плавающей ставками. Данные о процентах на рынке свопов, то есть итоговую сумму ставки по государственным облигациям и премии на рынке свопов, отражаются в финансовых изданиях и на экранах мониторов дилеров.

**Премия за кредитный риск.** Это плата за принятие на себя определенного риска проектной компании. Если поставщик свопа предполагает, что вероятный максимальный уровень риска от досрочного расторжения соглашения составляет, скажем, 10% от номинальной основной суммы и кредитная маржа по займу, выданному проектной компании, — 1%, то размер кредитной премии, которую следует приплюсовать к ставке свопа, — 10% от 1%, то есть 0,1% годовых. Обратите внимание: эту цифру следует отличать от кредитной маржи, которая закладывается в стоимость соответствующего кредита (см. § 10.4.1).

Рынок свопов работает по принципу единовременного погашения номинальной основной суммы. В табл. 11.2 видно, что основная сумма в 1000 выплачивается лишь по завершении 2,5 года. Впрочем, движение кассовой наличности при проектном финансировании похоже на схему в табл. 11.4, когда погашение происходит по аннуитетной схеме на протяжении определенного периода. Рынок предлагает средневзвешенную ставку для ряда свопов на каждую дату выплаты (это называется «амортизируемым свопом»). В соответствии с графиком из табл. 11.4 поставщик свопа предложит взвешенную ставку для свопа, основанную на ставках, соответствующих номинальной основной сумме. Если 48 — выплачивается через полгода, если 37 — через год, 33 — через полтора года и т. д.

Предлагаемая цена свопа также должна учитывать, что номинальной основной суммой невозможно воспользоваться сразу. Для большинства проектов период оборачиваемости составляет 2–3 года на этапе строительства, поэтому курсы свопа для нарастающей номинальной основной суммы в этом случае объявляют заранее (его называют «нарастающим свопом»).

#### § 11.2.5. Ведение документации ISDA

Свопы процентных ставок документально фиксируются в стандартных формах, выпускаемых Международной ассоциацией по свопам и деривативам (ISDA)<sup>1</sup>,

<sup>1</sup> International Swap and Derivatives Association (англ.).

которые почти не оставляют места для ведения переговоров. Такой порядок необходим, потому что своповые дилеры хотят проводить все свои сделки на стандартных условиях — номинальные суммы, ставки, даты платежей предлагаются в виде графика к документации ISDA. В настоящее время существуют две стандартные формы документации ISDA, применяющиеся при проведении сделок на рынке свопов — в редакции 1992 и 2002 годов. Наиболее важное отличие — в способах расчета штрафов, связанных с прекращением сделки. Редакция 1992 года дает участникам сделки выбор между методом «Рыночной цены» (величина штрафа определяется на основе рыночных цен) и методом «Ущерба», когда штраф определяет поставщик свопа. Последний способ должна выбрать проектная компания. В редакции 2002 года применяется лишь один метод оценки — по «Ликвидационной сумме», который использует рыночные цены в тех случаях, когда это представляется возможным.

### § 11.2.6. Кредитная премия и штраф за досрочное прекращение сделки

Одна из составляющих цены свопа — кредитная премия, которая по существу приравнивается к кредитной марже. Впрочем, когда ставка свопа определена и документально зафиксирована, то эту кредитную премию зачастую не учитывают отдельно, а просто прибавляют к общему коэффициенту. В результате, если сделка прекращается досрочно, поставщик свопа получает NPV всех будущих кредитных премий — то же самое происходит, когда кредитор получает всю сумму будущей кредитной маржи при досрочном прекращении сделки по кредиту.

Если поставщик свопа действительно получает кредитную премию, то фактически он получает комиссию за прекращение сделки. Грубо говоря, если предположить, что величина кредитной премии по сделке равняется 0,1%, то это около 1% от величины непогашенной ссуды в первые годы осуществления проекта, которая со временем сокращается. В табл. 11.5 показаны расходы на выплату кредитной премии за досрочное прекращение сделки по свопу в течение первых 5 лет (из тех 25, на которые предоставлен кредит), когда не происходило изменений в величине соответствующей ставки по свопу, а значит, и не было неустранимых потерь при досрочном прекращении сделки по свопу.

У этого события будут разные последствия как для проектной компании, так, вероятно, и для государственных органов:

- оно «съедает» выгоды рефинансирования (см. § 16.4), если только поставщик свопа сам не занимается рефинансированием;
- оно препятствует досрочному прекращению соглашения о ГЧП по инициативе государственных органов, а значит, и лишает их свободы действия в долгосрочном периоде (см. § 15.6);
- когда государственные органы занимаются выплатой долга, включая и штраф за досрочное прекращение соглашения при отсутствии нарушений с их стороны (см. § 15.7), то очевидно, что неуместно включать в эту сумму будущие прибыли кредиторов.

**Табл. 11.5.** Влияние кредитной премии по свопу на штраф за досрочное прекращение сделки

<b>Исходные посылки</b>					
Величина кредита	100 000				
Срок кредита	25 лет*				
[a] Первоначальная ставка по свопу	5%				
[b] Кредитная премия по свопу	0,1%				
[c] Штраф за досрочное расторжение сделки по свопу	5%				
<b>Годы</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Платежи по свопу</b>					
[d] Условная основная сумма (кредитного обязательства в процентном свопе), неуплаченная	100 000	97 933	95 762	93 479	91 080
Погашение по аннуитетной схеме ( $(d) \times [a]$ )	7167	7167	7167	7167	7167
[e] Процент по базовой ставке свопа ( $(d) \times [b]$ )	5000	4897	4788	4674	4554
[f] Кредитная премия по свопу ( $[e] + [f]$ )	100	98	96	93	91
<b>[g] Общая сумма платежей по свопу</b>	<b>5100</b>	<b>4995</b>	<b>4884</b>	<b>4767</b>	<b>4645</b>
<b>Стоимость досрочного прекращения свопа (на конец года)</b>					
[h] Ставка процента за досрочное прекращение соглашения о свопе	5000	4897	4788	4674	4554
NPV от $([g]^{**})$ , дисконтированной по 5%	48 697	46 137	43 560	40 971	38 374
— NPV от $([h]^{**})$ , дисконтированной по 5%	-47 742	-45 233	-42 706	-40 167	-37 622
<b>[j] Разница (штраф за досрочное прекращение свопа)</b>	<b>955</b>	<b>905</b>	<b>854</b>	<b>803</b>	<b>752</b>
Стоимость кредитной премии при досрочном погашении в % от суммы кредита ( $([j] \div [d])$ %)	1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%

\* По аннуитетной схеме погашения.

\*\* Рассчитано на весь оставшийся срок действия соглашения о свопе.

У кредиторов нет веских причин для того, чтобы получать непредвиденную прибыль при досрочном прекращении соглашения о свопе, если они не делают того же с досрочным погашением кредита, с которым данный своп связан. Кредитную премию можно отделить от свопа, а значит, с ней надо поступать иначе при досрочном погашении, выбрав один из двух способов:

- внести ее отдельно в график ISDA с оговоркой, что ее не стоит учитывать при расчете размеров штрафа за досрочное прекращение сделки;
- выплачивать по отдельному соглашению о премии по свопу, без выплаты штрафа при прекращении соглашения о свопе.

Если рефинансированием кредита занимается другой кредитор, то первоначальный поставщик может передать свой своп (заключенный с проектной компанией) новому поставщику, вместо того чтобы прекращать соответствующее соглашение. Это полезно, поскольку прекращение соглашения влечет расходы, которые отражают разницу между ценой покупки и продажи ценной бумаги на вторичном рынке и которые не учитывались выше. Впрочем, это также означает, что первоначальный поставщик свопа будет получать первоначальную кредитную премию (несмотря на то что риск теперь взял на себя новый кредитор, а не проектная компания) до тех пор, пока новый поставщик не назначит новую кредитную премию.

### § 11.2.7. Масштаб и длительность хеджирования ставки процента

В схеме финансирования проекта с высокой долей заемного капитала у проектной компании практически нет возможностей для компенсации колебаний процентных ставок. Впрочем, даже в этом случае все еще существует необходимость в придании некоторой гибкости программе хеджирования ставки процента.

- Гибкость необходима в том, что касается времени снятия средств, которое зависит от темпов строительства (см. § 12.2.1).
- Можно отложить своп-операции, провести их после оформления финансовых аспектов проекта — если рыночные ставки кажутся неблагоприятными.
- При проведении хеджирования необходимо учитывать гибкий график погашения, если он есть.
- Нет необходимости проводить хеджирование риска процентной ставки на средства из резерва для непредвиденных расходов (см. § 10.5.9), которыми, возможно, никогда не придется воспользоваться.
- Если, например, проектная компания берет кредит сроком на 20 лет, она может провести хеджирование сроком на 15 лет при условии, что ставка процента будет ниже, а уровень риска в последние 5 лет также невелик. Риск процентной ставки несомненно снижается по мере осуществления проекта, поскольку происходит погашение кредита, размер процентных платежей сокращается пропорционально снижению общей суммы долга.
- В ином случае хеджирование может продолжаться на протяжении 5 лет, поскольку проектная компания затем захочет рефинансировать долг, даже если из-за этого появится риск повышения процентной ставки на тот момент (см. § 10.5.6).

Если соотношение собственных и заемных средств ниже, например, составляет 70–80%, что характерно для концессии, то необходимость в хеджировании невелика. У компании будет больше возможностей, чтобы приспособиться к изменениям процентных ставок, избегая нецелевого использования средств

из гарантийного фонда для выплаты кредитов. Следовательно, в таких случаях инвесторам проще принять решение, рассудив, каковы, по их мнению, будут ставки процента на протяжении всего срока существования проекта, чтобы хеджировать не всю сумму долга или делать это не на весь срок его выплаты.

### § 11.2.8. Ценовая конкуренция при заключении своп-сделок

Самый простой способ покрытия риска повышения ставки процента при помощи свопа — обращение к синдикату банков, предоставивших кредит под плавающий процент, с просьбой о предоставлении свопа пропорционально их доле участия. Однако при этом возникают следующие проблемы:

- Организация синдиката для предоставления кредита может продолжаться и после официального оформления финансовых аспектов проекта (см. § 9.3.6), а организация свопа должна завершиться в этот момент или почти сразу после него. (В таком случае поставщиком свопа будет ведущий организатор займа.)
- Некоторые банки — члены синдиката могут предложить сделку по свопу не на столь уж выгодных по сравнению с другими условиях, а проектной компании придется платить самую высокую ставку.
- Это не создает конкуренции для банков — членов синдиката (или главного организатора займа), а значит, проектная компания может и не получить наилучшую ставку по свопу.

Информацию о котировках процентных ставок по свопам можно найти в системах электронных торгов. Но это не относится к графикам погашения задолженности по определенным проектам, для которых требуется смешанная процентная ставка, отражающая графики использования и погашения кредита на протяжении всего срока существования проекта (см. § 11.2.4). С одной стороны, несправедливо утверждать, что установление цены на такой смешанный своп, происходящее под давлением необходимости завершить оформление финансовых аспектов проекта, является для проектной компании тайной за семью печатями. С другой стороны, компании трудно удостовериться, что она получила от кредитора самое выгодное ценовое предложение. В действительности общеизвестно, что сверхприбыли, полученные по свопам процентных ставок, составляют значительную долю дохода банков, занимающихся проектным финансированием в некоторых сегментах рынка ГЧП.

Когда в кредитном синдикате участвует несколько банков, есть возможность заставить их конкурировать друг с другом за право заключения своп-сделок. Вероятно, это самый легкий способ получения конкурентных предложений, но он не работает, если синдикат не образован, а есть лишь один главный организатор займов.

Обычно проектная компания не может напрямую обращаться к другим банкам за предложениями по цене свопа. Во-первых, потому что банк, который не является кредитором компании, едва ли захочет тратить время на оценку рисков. Во-вторых, если поставщиком свопа выступает банк, который не явля-



ется кредитором проектной компании, это может вызвать проблемы во взаимоотношениях кредиторов (см. § 12.6.1).

Получить доступ к наиболее выгодным рыночным ставкам помогает ситуация, когда один или несколько банков в кредитном синдикате выступают в роли «фронтирующего банка». Проектная компания выходит на рынок для получения предложений, основанных на сделке, которую поставщик свопа заключил с фронтирующим банком. Затем компания заключает идентичную компенсационную своп-сделку с фронтирующим банком. (При этом банк сам может поучаствовать в борьбе за рыночный своп.) Фронтирующий банк назначает кредитную премию (или получает встречную гарантию от банковского синдиката и соответственно начисляет меньшую премию). У такой схемы есть еще одно преимущество — отдельное документальное оформление кредитной премии по свопу. По нему компания не выплачивает эту премию в случае досрочного расторжения сделки (см. § 11.2.6).

### § 11.2.9. Риск пролонгирования

График выплаты условной основной суммы кредитного обязательства в процентном свопе служит отправной точкой, поскольку своп основывается на оценке периодов использования кредита в процессе строительства и времени выплаты кредита (начиная с момента завершения проекта). Эти оценки неизменно оказываются ошибочными, так как задержки в ходе строительства влияют на периоды использования кредитных средств. Часто окончание строительных работ затягивается, и график выплат сдвигается, если он был рассчитан на основании даты завершения.

Если задержка сравнительно небольшая — на месяц или около того, своп может следовать первоначальному графику (при условии, что у проектной компании имеется достаточно средств для совершения любых чистых платежей), поскольку любые дополнительные потери в течение одного месяца можно компенсировать прибылью в следующем. При значительном отставании от графика, скажем, на 6 месяцев, лучше пролонгировать своп (то есть досрочно расторгнуть предыдущее соглашение и заключить новое, с новым графиком). Любые расходы, связанные с досрочным расторжением соглашения, в основном компенсируются прибылью от более низкой долгосрочной фиксированной ставки, а любая прибыль служит компенсацией за более высокую фиксированную ставку. Впрочем, у проектной компании могут возникнуть и проблемы с поставщиком свопа.

- Он не захочет оставаться поставщиком свопа и попытается воспользоваться запросом о пролонгировании для расторжения сделки.
- При недостатке конкурентных предложений по ставке для пролонгирования проектная компания может заплатить за него слишком много.

При использовании схемы с фронтирующим банком пролонгирование своп-сделки не столь актуально. В других случаях есть возможность заранее договориться об участии конкурирующих банков. Подобные проблемы возникают,

если растет кредит (например, в результате использования средств из резерва на непредвиденные расходы из-за задержки строительства) и соответственно приходится наращивать своп. Риск также может перейти к государственным органам, если задержка происходит по их вине (см. § 15.2).

### § 11.2.10. Другие виды хеджирования ставки процента

Рынок свопов процентных ставок является крупнейшим и самым ликвидным из рынков, где обращаются производные финансовые инструменты, чья стоимость определяется процентными ставками. (Производный финансовый инструмент — соглашение, по которому на протяжении определенного периода происходят платежи и поступления по ценам, «производным» от лежащей в их основе рыночной конъюнктуры, например процентных ставок.) Эта ликвидность особенно хорошо заметна при длительных сроках погашения, требуемых для движения наличности при проектном финансировании. По этой причине свопы процентных ставок обычно помогают делать выбор. Впрочем, существуют и другие производные структуры, которые можно использовать в проектном финансировании.

**Опцион с фиксированным максимумом процентной ставки.** По соглашению о плавающей процентной ставке с фиксированным максимумом контрагент обязуется выплатить проектной компании разницу, если плавающие процентные ставки превысят определенный уровень (его называют максимальной верхней ставкой). Например, текущая плавающая ставка 5%, а максимальная — 7%. До тех пор пока плавающая ставка ниже 7%, проектная компания просто выплачивает ее величину. Если она превышает 7%, то поставщик опциона выплачивает проектной компании разницу между ними так же, как это происходит со свопом процентных ставок. Для экономии бюджетных средств проектная компания может установить фиксированную величину в 7%, и как только плавающая ставка выходит за ее предел, она получает премиальную надбавку.

Подобная сделка — форма опциона. Максимальная ставка определяется на основе сложной формулы, по которой цена сделки является производной от форвардных процентных ставок (то есть рыночного предложения ставок по будущим депозитам). Выплата максимальной ставки обычно производится путем выплаты премии в виде аванса — в отличие от свопа процентных ставок, когда выплаты осуществляются на протяжении всего срока действия соглашения. Величина премии зависит от того, насколько максимальная ставка выходит за пределы цены контракта. Например, если курс по срочной сделке в среднем составляет 5%, то максимальная ставка 6% будет стоить дороже максимальной ставки в 7%.

Максимальные ставки процентов могут решить проблемы, связанные с хеджированием в краткосрочном периоде. К примеру, если кредит, взятый под плавающую ставку процента на время строительства, необходимо рефинансировать при помощи кредита с фиксированной ставкой при завершении проекта. Их преимущество в том, что контрагент не перекладывает кредитный риск на проектную компанию, потому как выплаты (после выплаты первоначальной

премии), если таковые случаются, производятся в адрес проектной компании. Таким образом, их можно получить от любого другого поставщика на рынке. Недостаток в том, что премия, выплаченная в виде аванса, увеличивает расходы на осуществление проекта. Потому подобные сделки редко используются для хеджирования в долгосрочном периоде.

**В опционе с фиксированным максимумом и минимумом процентной ставки** сочетаются два других вида, прямо противоположных: опцион с фиксированным максимумом процентной ставки и опцион с фиксированным минимумом процентной ставки. (При достижении фиксированной максимальной ставки, скажем, в 6% все происходит так, как было описано выше, а когда плавающая ставка опускается ниже минимального значения ставки, скажем, 4%, то проектная компания выплачивает разницу поставщику.) Такие опционы можно приобретать бесплатно (то есть без выплаты премии авансом), потому что у максимальной и минимальной процентных ставок одна цена, и проектная компания, приобретая одну, другую продает. Впрочем, продавец опциона, ориентирующийся на минимальную процентную ставку, переносит риск на компанию, несмотря на то что здесь уровень риска ниже, чем в случае с поставщиком свопа процентных ставок. Но хотя данный вид опциона обеспечивает компании свободу для маневра, относительная ликвидность рынка при длительном сроке погашения затрудняет использование этого инструмента для хеджирования проекта ГЧП в долгосрочном периоде.

**Опцион на своп.** Опцион на своп (или «свопцион») — это право заключения своп-сделки в будущем, что дает некоторую свободу выбора во времени, если время использования кредитных средств и выплаты по кредиту проектной компанией окончательно не закреплены. Свопционы используются в рамках ГЧП в первую очередь, когда строительство части проекта еще впереди, а вопрос о строительстве остальной его части (а значит, и необходимость в его финансировании) еще не решен окончательно, например, потому что зависит от получения разрешения.

**Накопительный своп.** Этот тип свопа (его также называют ступенчатым) служит для той же цели, что и прирост задолженности (см. § 10.5.8). Проектная компания не делает фиксированных платежей, как в случае со свопом процентных ставок, а просто страхует свои платежи по кредиту с плавающей ставкой, при этом часть их переносится на более поздний срок.

### § 11.2.11. Повторное депонирование дохода от облигаций (гарантированное инвестиционное соглашение)

Хеджирование ставки процента в долгосрочном периоде никак не связано с облигациями с фиксированным процентом. Но то, как происходит эмиссия облигаций, порождает косвенный риск процентной ставки в краткосрочном периоде, который придется страховать. Проектная компания может использовать кредит, когда это потребуется для покрытия расходов на этапе строительства. С одной стороны, все средства от выпуска облигаций приходится получать одновременно при завершении оформления финансовых аспектов проекта. Ведь

покупатели облигаций согласятся на их приобретение в будущем, только если ставки на них будут фиксированными на текущий момент. В результате проектной компании придется выплачивать проценты на всю сумму займа, начиная с момента официального оформления финансовых аспектов проекта, а не только платить проценты на средства, которыми пользуется. С другой стороны, компания может поместить выручку от выпуска облигаций на депозитный счет и использовать, когда эти средства потребуются, а процентный доход от этого вклада — для возмещения выплаты дополнительных процентов на облигации. При обычных рыночных условиях, когда краткосрочные ставки процента ниже долгосрочных, компания понесет чистые убытки при возмещении процентов по облигациям (процент, выплачиваемый по депозиту, будет меньше аналогичной ставки, которая выплачивается владельцам облигаций). Это следует учесть при оценке общей стоимости финансирования за счет выпуска облигаций.

Повторное помещение средств от продажи облигаций также влечет за собой кредитный риск. Банк, принимающий вклад, как правило, и так выплачивает плавающий процент. Если процентные ставки опустятся, то сумма, предназначенная для компенсации процентных выплат по облигациям, станет меньше ожидаемой, что может привести к нехватке средств для строительства. Поэтому необходимо договориться о фиксированной ставке процента при их повторном депонировании, а это может сделать банк — поставщик свопа по плавающим процентным ставкам на депозиты с фиксированным процентным доходом. Такая сделка называется гарантированное инвестиционное соглашение (GIC)<sup>1</sup>. Данный термин также применяется, но в более широком значении, в США, например, по отношению к долгосрочным вкладам пенсионных фондов в страховые компании.

### § 11.2.12. Расходы при досрочном погашении облигаций

Покупатель облигаций или любой другой кредитор, предоставляющий кредит под фиксированный процент, назначает штраф, если выплата долга по облигациям происходит раньше срока, например при отказе проектной компании платить по долгам. Причина та же, что и у поставщика свопа. Если новая ставка на средства, выдаваемые под фиксированный процент, по которой они могут быть выданы повторно, снизится, а проектная компания откажется выполнять обязательства по выплате долга, покупатель облигаций потерпит убыток. Штраф за досрочное погашение облигаций может быть значительно выше, чем штраф по свопу процентной ставки, что лишь усиливает неблагоприятные последствия для компании и государственных органов, потому что:

- штраф за досрочное погашение рассчитывается как NPV будущей суммы обслуживания долга по облигациям. Низкая дисконтная ставка для расчета дисконтированного потока денежных средств, обычно находящемся на уровне или приблизительно равном ставке по государственным облигациям, существенно увеличивает сумму, предназначенную к выплате;

<sup>1</sup> Guaranteed Investment Contract (англ.).

- начисление штрафа за досрочное погашение облигаций действует лишь в одном случае. Когда процентные ставки снижаются, заемщик выплачивает компенсацию владельцам облигаций, но, если они растут, владельцы облигаций не выплачивают полученную прибыль проектной компании. Это называется принципом *par floor*.

Сочетание двух этих требований называется «статья о возврате в первоначальное положение» (или, в Великобритании, «статья Спенса» — в честь инвестиционного банкира, который принес ее на рынок облигаций). В табл. 11.6 показан принцип ее работы, основанный на том, что сумма выпуска облигаций составила 1000, процент по облигациям — 6%. Приводятся два случая досрочного погашения облигаций: один — связанный с ростом, а второй — со снижением ставки процента на момент погашения.

**Табл. 11.6.** Расчет штрафов за досрочное погашение облигаций

Исходные посылки												
Сумма выпуска облигаций	1000											
Срок выплаты	20 лет*											
Ставка процента (купонный доход)	6%											
Годы	0	1	2	3	4	5	15	16	17	18	19	20
Сумма, выплачиваемая при ставке 6%		60	58	57	55	53	26	22	18	14	10	5
Выплата основной суммы долга		27	29	31	32	34	61	65	69	73	78	82
Общая сумма обслуживания долга		87	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
Непогашенная сумма	1000	973	944	913	881	847	367	302	233	160	82	0
Штраф за досрочное погашение												
При более низкой ставке процента (4%)	1185	1145	1104	1061	1016	969	388	316	242	164	84	
При более высокой ставке процента (8%):												
— без <i>par floor</i>	856	837	817	795	772	746	348	289	225	155	81	
— с <i>par floor</i>	1000	973	944	913	881	847	367	302	233	160	82	

\* По аннуитетной схеме погашения.

Итак, в течение пятого года, при непогашенной сумме в 847, если дисконтная ставка при досрочном погашении опустится до 4%, причитающаяся к оплате сумма составит 969. Дополнительная сумма потребуется для покрытия потерь от перерасчета средств с 6 до 4%. С другой стороны, если дисконтная ставка при досрочном погашении составляет 8%, то прибыль, полученная при пересчете по более высокой ставке и с учетом этого платежа, должна составить 746. Но с применением принципа *par floor* величина оставшейся суммы составит 847.

Если ставку по государственным облигациям принять за дисконтную при досрочном погашении, то придется выплачивать NPV всей разницы между ставками по государственным облигациям и ставкой, начисленной проектной компании, то есть не просто рыночную премию, а также и кредитную маржу (см. § 9.4.2). Это не имеет смысла, поскольку покупатели облигаций могут легко их продать и вложить средства в другую корпоративную облигацию с похожей процентной ставкой. Поэтому величина дисконтной ставки должна располагаться где-то между ставкой по государственным облигациям и купонным доходом от облигаций проектной компании, но это, как правило, решается в ходе специальных переговоров. Проблема, обсуждаемая здесь, подобна той, что обсуждалась выше и касалась выплаты NPV будущих кредитных премий в результате досрочного прекращения соглашения о свопе (см. § 11.2.6). Но в данном случае речь может идти о более значительной сумме, поскольку разница между дисконтной ставкой и купонным доходом больше.

Принцип *par floor* может показаться несправедливым, но необходимо помнить, что его альтернатива — потеря капитала владельцами облигаций, которая сделает их покупку непривлекательной, так как это неблагоприятно отразится на балансовом отчете покупателя. (Если только покупатель не зарегистрирует сделку с указанием цены своей облигации.) Кроме прочего, возникнут проблемы с налогообложением, поскольку у владельца может не хватить средств для возмещения потерь капитала от выплаты налогов. На некоторых рынках облигаций можно выплачивать более высокий купонный доход, чтобы не попасть под действие статьи о возврате в первоначальное положение.

Если на рынке действуют узкоспециализированные страховые компании (см. § 9.4.4), они могут применять собственное правило о возврате в первоначальное состояние, либо взимая страховую премию в виде аванса за весь срок обращения облигации (и при досрочном погашении облигации никакого возмещения денег не предполагается), либо начисляя NPV оставшейся платы за досрочное погашение.

### § 11.2.13. Период от подачи заявок до завершения оформления финансовых аспектов проекта

До сих пор мы рассматривали ситуации, когда риски процентных ставок и хеджирование относились к моменту официального завершения оформления финансовых аспектов проекта и к хеджированию риска процентной ставки впоследствии. Но участник конкурса по организации проекта ГЧП несет риск процентной ставки начиная с момента подачи заявки — чтобы предложить фикс-

сированную величину платы за услуги, учитывать стоимость капитала, включая связанную с ней ставку процента. Если к моменту официального оформления финансовых аспектов проекта пройдет год или больше и ставка процента вырастет, то доход участника конкурса сократится, а в худшем случае для проекта нельзя будет найти источник финансирования. Чем выше соотношение собственных и заемных средств, тем длиннее период между подачей заявок на участие в конкурсе и официальным оформлением финансовых аспектов проекта — и тем серьезнее становится проблема.

Теоретически спонсоры могут ее решить двумя путями:

- Установить коэффициент запаса для движений процентной ставки, указанной в заявке, но это может сделать заявку менее привлекательной.
- Застраховать риск изменения процентной ставки до момента официального оформления финансовых аспектов проекта (возможно, при помощи своп-опциона — см. § 11.2.10), а затем передать страховку проектной компании в момент официального оформления финансовых аспектов проекта. Но если спонсоры не победят в конкурсе или проект не просуществует до официального завершения, стоимость этой страховки, если она вышла за пределы цены контракта, не возместить. Поэтому участник конкурса будет действовать таким образом только при приближении официального оформления финансовых аспектов проекта.

Первый из возможных вариантов — стандартная процедура, используемая в проектах с низким соотношением собственных и заемных средств (70–80%). Особенно это касается концессий и обычно используется во всех сегментах рынка проектного финансирования, кроме ГЧП. Но в проектах с высоким соотношением собственных и заемных средств, например в строительных, реализуемых по типу PFI, этот способ не гарантирует госсектору эффективного расходования средств. Поскольку придется платить за то, что может стать дорогостоящим опционом на покрытие риска колебаний процентной ставки в период от начала конкурса до момента официального оформления финансовых аспектов проекта. То есть это часть процесса принятия решений о том, какие именно риски выгодно перенести на частный сектор, а какие разумнее оставить у государственного сектора — см. § 14.2. (Только если все участники не будут уверены, что период между началом конкурса и завершением официального оформления финансовых аспектов проекта ограничен.)

Более того, если государственный сектор в целом принимает программу ГЧП, то разумно предположить, что потери от изменения процентных ставок в одном проекте компенсируются за счет выигрыша в другом. Если госсектор готов нести риск колебаний ставки процента до официального завершения финансовых аспектов проекта, то в ПКТ/ПКП следует указать стандартные рыночные ставки процента (ставки свопов), которые должны использовать участники конкурса для сравнения их заявки с заявками других участников (см. § 10.3.1). В эти предполагаемые ставки помимо текущей рыночной ставки необходимо включить приемлемый коэффициент запаса, чтобы дать государственным органам уверенность: проект будет по средствам.

Проектная компания несет формальную ответственность за закрепление процентной ставки на момент официального оформления финансовых аспектов. Полученная этим способом величина затем используется для окончательного подсчета платы за услуги, сохраняя коэффициент покрытия кредиторов и IRR на собственный капитал инвесторов неизменными, на уровне заявки. Разумеется, что компания в этой ситуации не заинтересована, чтобы ставка была наилучшей. Значит, госорганам следует контролировать процесс и согласовывать окончательные условия своп-сделки. При использовании такой процедуры становится еще очевидней, что необходима конкуренция среди поставщиков свопа. Не важно, конкуренция ли это между банками — членами синдиката или использование схемы с фронтирующим банком (см. § 11.2.8).

Дальнейшие осложнения начинаются, если компания не удосужилась застраховать свои займы на весь срок кредита из-за того, что кредиторы и инвесторы хотят компенсировать некоторый уровень риска процентной ставки, исходя из собственного видения рынка (см. § 11.2.7). Если государственные органы регулируют уровень платы за услуги так, чтобы она отражала сделную ставку на момент официального завершения, то следует ли привязывать ее к фактической ставке, которую платят при краткосрочном свопе? Или к номинальной ставке, которую бы установили для долгосрочного свопа? В принципе, они должны выбрать последний вариант, особенно если ставка будет ниже. Но, конечно, возникают трудноразрешимые вопросы о получении более выгодной цены. Если речь об облигациях, то цена — скорее фактор неопределенности, а усиление конкуренции — дело трудное. (Во всем, кроме комиссионных за проведение подписки и таких второстепенных вопросов, как ставка по ПШС.) Тому, кто размещает облигации на рынке, обычно полагаются фиксированные комиссионные, независимо от окончательной стоимости облигаций, а значит, у андеррайтера есть четкая мотивация при назначении цены на облигации, чтобы обеспечить их полное размещение. Большой конкуренции можно добиться при закрытом размещении, но судить, насколько конкурентна цена облигаций при открытом размещении, невозможно лишь на основании сравнения с похожими облигациями, уже имеющими хождение. Поскольку рынок облигаций для проектного финансирования и их ликвидность ограничены, то сделать это трудно. В целом неблагоразумно со стороны государственных органов заниматься страхованием процентных ставок до официального оформления финансовых аспектов проекта. Это относится и к другим договоренностям в рамках соглашения о ГЧП, которые не следует выполнять, прежде чем соглашение будет подписано и вступит в законную силу. Впрочем, есть еще один аспект, связанный с закреплением процентной ставки, где это может оказаться необходимым. Размещение значительного количества облигаций на рынке приведет к росту рыночных ставок, а также платы за услуги. Поэтому инвестиционный банк, занимающийся размещением облигаций, может заранее (еще до размещения) предпринять меры по «стабилизации рынка», чтобы застраховаться от роста ставок, — заключить соглашение на продажу государственных облигаций в будущем. Если ставки в результате эмиссии станут расти,



он сможет компенсировать их прибылью от продажи государственных облигаций. Подобные меры принимают и при размещении на рынке значительного по размерам свопа процентных ставок. В таких случаях государственным органам придется взять на себя любые потери от подобных мер. Если ставки опустятся, то и тогда стабилизация рынка приведет к закреплению цены на облигации еще до момента их эмиссии.

#### § 11.2.14. Следует ли проектной компании заниматься хеджированием процентных ставок?

С точки зрения государственного сектора, хеджирование процентных ставок для проектной компании дело невыгодное. Оно не учитывает, что отдельные проекты ГЧП являются частью большой программы и хеджирование каждого проекта по отдельности намного дороже хеджирования в целом. Более того, хеджирование программы ГЧП надо рассматривать в контексте экономической политики государства, оно определяет те самые процентные ставки, которые, вероятно, необходимо будет хеджировать. Другими словами, государство занимается хеджированием самого себя.

Единственная причина, по которой процентные ставки нельзя хеджировать при помощи определения платы за услуги (и затем провести хеджирование всех проектов ГЧП в массе со стороны государственных органов или центрального правительства), состоит в том, что это может вызвать проблемы с балансовой отчетностью по бюджету госсектора. Если же нет, то наиболее целесообразно приспособление платы за услуги к изменениям плавающей процентной ставки.

Не стоит ли государственным органам заключать отдельные соглашения с проектными компаниями о свопе процентной ставки, а затем объединять их стоимость в пул? Но тогда госсектор берет на себя кредитный риск (в случае досрочного погашения), который до этого несла проектная компания. А госорганы не смогут в равной мере воспользоваться активами проектной компании или реально контролировать ее, чтобы ограничить риск досрочного прекращения соглашения (см. § 12.6.1), поскольку речь о кредите, который покрывается при помощи банков-кредиторов, предоставляющих обеспечение для своп-делок.

Государственные органы также могут заключить своп-соглашение или другое соглашение о хеджировании до момента официального оформления финансовых аспектов, чтобы зафиксировать величину собственных расходов, а затем перенести их на проектную компанию в момент официального оформления. Впрочем, это не так просто сделать в юридическом плане. Закрепление процентных ставок несет в себе опасность для инвесторов и содержит дополнительный риск для государственных органов, может подвигнуть их к скорейшему оформлению финансовых аспектов проекта. Другой выход — хеджирование процентных ставок, о котором речь пойдет дальше (см. § 17.4.1). Здесь госорганы берут на себя финансирование по фиксированным процентным ставкам, а кредитный риск — банки.

### § 11.3. Проблема инфляции

Проблемы, связанные с инфляцией, более сложные, чем риски процентной ставки. Из-за кумулятивного действия инфляции даже незначительные изменения в ценах сильно сказываются на протяжении 20–30-летнего срока действия соглашения о ГЧП. Они неизбежно и глубоко затрагивают госсектор, так как плата за услуги хоть и не полностью, но индексируется с учетом инфляции. Это происходит по нескольким причинам:

- Участники конкурса из частного сектора, скорее всего, назначат большую компенсацию за инфляционный риск, которому будут подвержены их операционные расходы и затраты на содержание и текущий ремонт объекта, что едва ли можно считать достаточно эффективным расходованием средств, с точки зрения государственных органов.
- Собственные ресурсы госсектора, например налоговые поступления, могут быть связаны с инфляцией, а поэтому индексация платы за услуги представляется вполне логичной.
- Если объект построен в результате проведения государственного конкурса, то некоторые расходы (операционные, на содержание и текущий ремонт) в любом случае подвергаются влиянию инфляции. Поэтому логичной представляется индексация части платы за услуги в той мере, в которой она соотносится с соответствующими расходами проектной компании.

#### § 11.3.1. Инфляция номинальная и реальная

Для начала необходимо разъяснить довольно запутанную терминологию, касающуюся инфляции. Номинальный поток наличности учитывает влияние инфляции, а реальный — не учитывает. Таким образом, реальный платеж совершается при помощи денег с их настоящей стоимостью, даже если это происходит в какой-то момент в будущем, а номинальный платеж составит реально выплаченную величину (или предназначенную к выплате) в будущих деньгах.

Более того, платеж кассовой наличностью можно назвать «фиксированным», когда номинальная денежная сумма не подвержена инфляции или «переменным», а реальный платеж — подвержен. (Иногда «номинальной» называют ставку процента, но во избежание путаницы мы этот термин здесь употреблять не будем. Это словосочетание применимо, когда процент выплачивают за срок меньше года, то есть номинальная ставка — фиксированная годовая ставка. Если она равняется 5%, оплата производится, процент рассчитывается раз в полгода, то фактическая ставка, ее также называют действующей годовой ставкой, равняется 5,6%, поскольку величина выплаченных процентов на конец первого года включает рассчитанные по формуле сложных процентов 2,5%.)

Ниже приводятся несколько примеров реальных и номинальных величин в кассовой наличности проекта ГЧП.

- Участники конкурса могут заявить о сумме платы за услуги в реальных величинах, а затем частично или полностью проиндексировать ее по отноше-

нию к инфляции. Например, реальный платеж в 100 годовых, а проиндексировано 50% от всей суммы. В итоге через год величина выплат с учетом инфляции, равной 4%, составит 102 [50 + (50 × 4%)].

- Обслуживание долга обычно предполагает фиксированные выплаты в номинальном исчислении (исключение — финансирование с учетом инфляции, о котором речь пойдет ниже). Поэтому платеж по обслуживанию долга, равный 100, если он производится раз в год с учетом 4% инфляции, в реальном исчислении составит 96,15 (то есть  $96,15 \times 104\% = 100$ ) и 100 в номинальном. (Такое сокращение будущей суммы в номинальном исчислении до реальной величины называется дефляцией.)
- Точно так же участники конкурса обычно оценивают величину IRR на собственный капитал в номинальном выражении.
- Суммы, указанные в соглашениях с субподрядчиками, обычно фиксированные, они исчисляются в номинальном выражении, так же как и выплаты по долгам, поскольку большая часть других статей расходов — приобретение основного капитала. (Возможно, существует небольшое количество исключений — например, на содержание персонала, которые являются переменными.)
- Операционные расходы проектной компании рассчитываются в реальных величинах, а затем к ним прибавляется ожидаемый уровень инфляции. (Платежи по соглашению с субподрядчиком на эксплуатацию объекта могут быть переменными, то есть учитывают инфляцию.)

Если необходимо рассчитать NPV, например, для сравнения заявок — см. § 6.3.6, для расчета платежа в связи с прекращением соглашения — § 15.5.3, для дисконтирования движения кассовой наличности и дисконтной ставки необходимо использовать одинаковые величины — номинальные или реальные. Поэтому дисконтная ставка, такая как PSDR, является реальной, и ее необходимо использовать для дисконтирования номинального потока кассовой наличности. А затем и дисконтную ставку надо преобразовать в номинальную величину при помощи «уравнения Фишера»:

$$n = (1 + r) \times (1 + i) - 1,$$

где  $n$  — номинальная дисконтная ставка;  $r$  — реальная дисконтная ставка;  $i$  — темпы инфляции.

Таким образом, если PSDR составляет 3,5% в реальном выражении, а ожидаемый уровень инфляции составляет 2,5%, то номинальная дисконтная ставка составляет:

$$n = (1 + 3,5\%) \times (1 + 2,5\%) - 1 = 6,0875\%,$$

$$\text{а не } 6\% (3,5\% + 2,5\%).$$

Итак, если  $n$  составляет 6,0875% в год и мы хотим дисконтировать ее с помощью реальной процентной ставки — 3,5% и темпов инфляции — 2,5%, то расчет дисконта (см. § 4.2) выглядит следующим образом:

$$1\,060\,875 / (1 + 6,0875\%) = 1\,000\,000.$$

В качестве альтернативы поток кассовой наличности можно пересчитать в реальную величину. Воспользуемся данными из нашего примера.

1 060 875 — это номинальная величина, полученная через год с учетом 2,5% инфляции, которая равняется 1 035 000 в реальном выражении ( $1\,060\,875 \div 1,025$ ), затем путем дисконтирования получаем 1 000 000 настоящей стоимости денег.

Можно подумать: если плата за услуги будет полностью индексироваться с учетом инфляции, то нет необходимости учитывать инфляцию в прогнозе движения кассовой наличности. Но это неверно, как ясно из табл. 11.7. По ней прослеживается влияние, которое оказывает смешанное использование в расчетах номинальных и реальных величин. Представлены два одинаковых потока кассовой наличности: (А) не учитывает влияние инфляции и дает значение годового потока кассовой наличности, (В) учитывает влияние инфляции и выражается в номинальных величинах. Но если провести дефляцию номинальных величин с темпа инфляции так, как было описано выше, мы не получим ту же величину потока кассовой наличности, как в (А). Это происходит потому, что, несмотря на реальную величину дохода и операционных расходов, цифры по выплате долга являются номинальными, а следовательно, их необходимо дефлировать, чтобы получилась реальная величина потока кассовой наличности. В разделе (А) мы видим неправильное соединение номинальных и реальных величин, характеризующих поток кассовой наличности, а в (В) это сделано правильно.

Чтобы не смешивать номинальные и реальные величины, надо подготовить финансовые модели, в которых потоки кассовой наличности выражены в номинальных величинах, а любые реальные потоки кассовой наличности приводятся с учетом ожидаемой инфляции. Еще одной причиной использования номинальных, а не реальных величин является расчет налогов на основе номинального движения кассовой наличности. Посмотрим табл. 11.7. Если поток кассовой наличности облагается 50%-ным налогом, то его величина во второй год составит 31 или 29 в реальном исчислении. И было бы ошибкой рассчитать поток кассовой наличности так, как это сделано в случае (А), и показать, что налог должен составить 25. Более того, списание налогов (см. § 10.8.1) основывается на первоначальной номинальной стоимости проекта, обычно без учета инфляции в течение всего срока, пока действует налоговая скидка.

### § 11.3.2. Индексы инфляции и прогнозы

Когда речь заходит о денежных средствах по проекту ГЧП, то расчет инфляции может происходить на основе разных показателей с использованием разных инструментов.

- Если величина платы за услуги индексируется с учетом инфляции, то такой расчет связан с определенным индексом инфляции (например, индексом потребительских цен — ИПЦ).

Табл. 11.7. Влияние инфляции на поток кассовой наличности по проекту

Исходные предпосылки						
Доходы (в год) с учетом инфляции	1000					
Операционные расходы (в год) также с учетом инфляции	700					
Кредит	1000					
Срок выплаты, ежегодное погашение равными долями	5 лет*					
Ставка процента	8%					
<b>Годы</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Итого</b>
<b>(А) — инфляция 0%</b>						
Доходы	1000	1000	1000	1000	1000	5000
Операционные расходы	-700	-700	-700	-700	-700	-3500
Проценты по долгу	-80	-66	-52	-36	-19	-253
Выплата долга	-170	-184	-199	-215	-232	-1000
<b>Сальдо движения кассовой наличности</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>250</b>
<b>(В) — инфляция 4%</b>						
Доходы	1000	1040	1082	1125	1170	5417
Операционные расходы	-700	-728	-757	-787	-819	-3791
Проценты по долгу	-80	-66	-52	-35	-19	-253
Выплата долга	-170	-184	-199	-215	-232	-1000
<b>Сальдо (номинальное) движения кассовой наличности</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>87</b>	<b>101</b>	<b>374</b>
<b>(В) дефлированный с учетом 4% годовых (= реальный поток денежных средств)</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>83</b>	<b>328</b>

\* По аннуитетной схеме погашения.

- Операционные расходы проектной компании в соответствии с соглашениями о субподряде обычно учитывают изменение цен, для этого применяется тот же самый инфляционный индекс (см. § 11.3.13).
- Другие операционные расходы компании, например расходы на страховку или персонал, являются переменными, а значит, подверженными инфляции, но при этом они не связаны с каким-то конкретным индексом инфляции. На самом деле изменение цен, например, на страховые услуги может очень сильно отличаться от общего изменения уровня цен (см. § 11.3.13).

Государственным органам придется выбрать наиболее подходящий инфляционный индекс для индексаций платежей, связанных с ГЧП. На этот счет существуют две точки зрения, принадлежащие двум научным школам:

- Индекс должен относиться к той сфере коммерческой деятельности, которой занимается проектная компания. Например, речь об индексах в сфере строительства и эксплуатационного содержания зданий.
- Необходимо использовать общий индекс потребительских цен, ИПЦ, на том основании, что субподрядчики, которые предоставляют соответствующие услуги на протяжении всего срока соглашения о ГЧП, сами могут влиять на специализированный индекс, относящийся к определенной сфере деятельности.

Выбор в пользу того или иного индекса определяется природой индексируемых цен. Если они составляют значительную часть всей суммы платы за услуги на протяжении длительного времени, то их влияние усиливается. Другой фактор — согласие субподрядчиков на использование общего индекса. Не очень разумно со стороны проектной компании соглашаться с государственными органами принимать платежи, проиндексированные по одному методу, а затем платить субподрядчикам суммы, проиндексированные по другому методу (см. § 11.3.13). Даже незначительные различия с течением времени очень сильно влияют на движение кассовой наличности, а субподрядчики неохотно заключают соглашение на длительные сроки. Компромиссный вариант — снижение этого риска путем индексации ИПЦ +  $x\%$ .

Впрочем, бытует мнение, что индексацию стоит проводить лишь по формуле «инфляция минус  $x\%$ » на том основании, что это побуждает проектную компанию к разумной экономии в долгосрочном периоде. В противном случае соглашение о ГЧП «замораживает» требования относительно эффективности расходования средств на уровне одного дня проекта и не дает компании экономить средства так, как если бы она сама занималась эксплуатацией объекта (см. § 2.9.4). Поскольку расходы на эксплуатацию, содержание и текущий ремонт объекта в общем растут быстрее, чем ИПЦ, то использование лишь этого индекса в соглашении о ГЧП позволяет достичь цели.

### § 11.3.3. Прогнозы уровня инфляции

Вне зависимости от того, будут ли переменные издержки индексироваться при помощи специализированных индексов в соответствии с соглашением о ГЧП или нет, в рамках финансовой модели надо принять допущение, что ожидаемый уровень или уровни инфляции необходимо рассчитывать относительно каждого компонента переменных издержек. Государственному сектору в целом следует выработать общий подход, которым будут руководствоваться участники конкурса и который будет использован при оценке заявок (включая КГС при его наличии). Однако не совсем понятно, что должно быть источником таких допущений. Оценка темпов инфляции государственными или другими организациями (например, Организация экономического сотрудничества и развития — ОЭСР) может распространяться не более чем на пять лет, а для ГЧП нужны оценки на 25–30 лет. Если центральный банк установил целевой показатель инфляции, то его можно использовать в качестве допущения, но он так и оста-

ется целевым показателем, а не реальностью. Рост цен в долгосрочном периоде, который рассчитывается на основе изучения рынка, можно определить на базе государственных облигаций, чья стоимость индексируется с учетом темпов инфляции. Но по причинам, обсуждаемым в § 11.3.7, это несколько искусственный способ. Итак, предположение относительно темпов инфляции — не более чем приблизительная оценка, но в результате такого выбора возникают вопросы. Например, такие:

- Следует ли применять данное предположение ко всем компонентам доходов и расходов, о которых речь шла выше?
- Разумна оценка каких возможных темпов инфляции: высоких или низких?

Чтобы получить ответы, необходимо проверить различные предположения при помощи финансовой модели. Участникам конкурса и кредиторам также придется изучать эти вопросы, чтобы составить собственное мнение об инфляции, отличное от мнения государственных органов.

#### § 11.3.4. Влияние проиндексированной платы за услуги на структуру финансирования

Как сказано в § 13.3.2, величина платы за услуги должна оставаться постоянной на протяжении всего срока соглашения. Впрочем, общепризнано, что аргументы против увеличения размеров оплаты ближе к завершению проекта в этом случае недействительны, поскольку вызваны необходимостью индексации платежей с учетом инфляции. То есть размер индексируемой платы за услуги из года в год остается неизменным в реальном, а не номинальном исчислении. Когда речь о концессии, то плата за услуги обычно полностью индексируется с учетом инфляции; а когда о PFI, платежи могут индексироваться полностью или частично.

Остановимся пока на полной индексации платежей, это может серьезно повлиять на структуру финансирования и плату за услуги, как показано в табл. 11.8. Ежегодная сумма обслуживания задолженности по кредиту в 1000 на протяжении 25 лет при ставке процента 6% составляет 78 (погашение происходит равными долями). Если кредиторы требуют, чтобы минимальный ADSCR был равен 1,20х, то ежегодная плата за услуги (без учета дополнительных сумм, требуемых для покрытия эксплуатационных расходов, а также исходя из предположения, что коэффициент покрытия покрывает доход от капитала, о чем шла речь в § 10.7) должна составлять 94 ( $78 \times 1,2$ ) в номинальном исчислении и с течением времени сокращаться в реальном исчислении.

Но если плата за услуги индексируется с учетом инфляции, которая предположительно равняется 2,5%, то в первый год величина платы за услуги может сократиться с 94 до 74. Погашение кредита с увеличением выплат ближе к окончанию срока погашения может принести выгоду благодаря тому, что проиндексированные выплаты будут со временем возрастать, а значит, величина коэффициента покрытия останется неизменной на уровне 1,20х (хотя это и приведет к увеличению срока выплаты) и плата за услуги оста-





нется прежней в реальном измерении. Впрочем, плата за услуги будет больше в номинальном выражении — в 11-й год индексированные платежи превысят фиксированные, и к 25-му году ежегодный индексированный платеж составит 134 по сравнению с фиксированным 94. Срок выплаты кредита растягивается, и, следовательно, выплачивается больше процентов, что видно из итоговой колонки.

### § 11.3.5. Следует ли проводить полную индексацию платы за услуги?

Все вышесказанное позволяет предположить, что государственные органы, проектная компания и ее кредиторы должны быть совершенно довольны потоком полностью проиндексированных платежей в соответствии с соглашением о ГЧП. Однако проблемы, затронутые здесь, сложны, а разные участники воспринимают их по-разному.

Понятно, что влияние избыточной индексации платы за услуги ведет к тому, что выплата кредита затягивается. Как видно из табл. 11.8, в результате происходит удорожание соглашения о ГЧП в реальном измерении, и, соответственно, труднее оценить, насколько эффективно расходуются средства. Тем не менее с политической точки зрения существует соблазн построить объект по искусственно заниженной цене, соответствующей нормальной годовой стоимости строительства в течение первого года, чтобы в годы последующие кто-нибудь другой беспокоился о стоимости объекта.

Впрочем, государственные органы сильно рискуют, если инфляция не превысит ожидаемого уровня. Может быть (а может, и нет), это зависит от государственных ресурсов: будут ли они соответствовать обязательствам по соглашению о ГЧП, то есть расти вместе с ростом цен. Это вопрос политики центрального правительства. Например (см. § 3.4.2), в Великобритании в системе кредитования PFI центральное правительство открыло государственным органам доступ к фиксированному потоку платежей для приобретения части или всего основного капитала, а оставшиеся платежи — в основном для покрытия операционных расходов — государственные органы финансируют за счет источников, которые, скорее всего, станут изменяться вместе с изменением цен. В результате, скажем, 60% ресурсов для проекта ГЧП являются фиксированными, а 40% — величина переменная. Понятно, что более низкого уровня первоначальной платы за услуги можно добиться, сделав переменными не 40%, а все 100. Но тогда государственные органы рискуют: их ресурсов может не хватить для оплаты услуг. Им придется увеличить свои ресурсы, предназначенные для выплаты 40% переменной части, так, чтобы они в 2,5 раза компенсировали уровень инфляции, а об этом трудно судить с политической точки зрения. Для госорганов и центрального правительства это лишь часть более обширной проблемы — поддержки программы ГЧП из государственного бюджета в долгосрочном периоде (см. § 2.4). С другой стороны, в концессии 100%-ная индексация платы за услуги — обычное дело. (Точнее, проектная компания может получить право индексировать плату за услуги до максимума — 100% инфляции, а может этого и не делать.) Если предположить, что первоначальная вели-

чина платы за услуги приемлема для потребителей (см. § 13.4.1), то они не станут возражать против ее повышения каждый год с учетом инфляции.

Даже если государственные органы поначалу успокаивают себя тем, что 100%-ная индексация платы за услуги — оптимальное решение, все равно остаются проблемы кредиторов и инвесторов. Опасность такой избыточной индексации в том, что значительная часть кассовой наличности проектной компании потребуется для обслуживания (фиксированной величины) долга. Если действительный уровень инфляции ниже ожидаемого — того, что положен в основу структуры финансирования, — уровень доходов будет ниже и появятся трудности с обслуживанием долга.

Эта ситуация отражена в табл. 11.9, где в качестве исходной посылки принят график обслуживания долга из табл. 11.8, а предполагаемый уровень инфляции составляет 2,5%, но действительный уровень — 1%.

**Табл. 11.9.** Влияние избыточной индексации

Годы	1	2	3	4	10	11	12	24	25	Итого
Плата за услуги (номинальная величина)	73	74	74	75	80	80	81	92	93	2058
Общая сумма обслуживания кредита	62	63	65	66	77	79	81	109	111	
ADSCR	1,18	1,17	1,15	1,13	1,04	1,02	1,01	0,84	0,83	

Ясно, что это плохой результат для кредиторов, поскольку покрытие для обслуживания долга тает, и катастрофический для инвесторов, так как их доход постепенно сходит на нет.

Риск избыточной индексации и низкой инфляции проявляется наиболее остро, когда доля заимствований в капитале компании относительно высокая и инфляция тоже высока. (У проектной компании возникает соблазн индексации платы за услуги, поскольку она позволяет увеличить поток кассовой наличности от операционной деятельности, а значит, и привлекать больше заимствований.)

### § 11.3.6. Кредиты, индексируемые с учетом темпов инфляции

Точно так же как риск процентной ставки сводится на нет за счет финансирования с фиксированным процентом или свопом процентной ставки, риск, связанный с низким уровнем инфляции, устраняется при помощи кредитов, индексируемых с учетом инфляции, или с помощью инфляционного свопа — § 11.3.9. (Кредит может иметь форму облигации или кредита, выдаваемого небанковскими учреждениями, например страховыми компаниями или пенсионными фондами. Хотя Европейский инвестиционный банк также предоставляет подобные кредиты — см. § 17.4.4.)

Как увидим дальше, у данного типа финансирования есть и другие преимущества для проектной компании и государственных органов, но наличествуют и скрытые риски.

Стоимость и структура таких кредитов имеют ту же основу, что и государственные облигации, индексируемые с учетом инфляции. Они называются по-разному: казначейские защищенные от инфляции облигации (США), индексируемые облигации казначейства Австралийского союза (Австралия), облигации с реальным доходом (Канада), индексируемые государственные ценные бумаги (Великобритания). Образование цен на кредиты с фиксированным процентом также связано с государственными облигациями с фиксированным процентом (см. § 9.4.2). Они выпускаются с купонным доходом в реальном измерении, а выплаты процентов и основной суммы затем индексируются при помощи индекса с установленным значением. Например, если размер кредита, учитывающего влияние инфляции, составляет 1000, выдан под 2% годовых, а реальный уровень инфляции составил 2,5%, то размер выплат в конце первого года составит:

- основная сумма:  $1000 \times (1 + 2,5\%) = 1025$ ;
- процент:  $0 \times (1 + 2,5\%) = 20,5$ ;
- итого: = 1045,5.

Этот расчет проверяется с помощью «уравнения Фишера»:

$$n = (1 + 2\%) \times (1 + 2,5\%) - 1 = 4,55\%.$$

NPV 1045,5, дисконтированная при помощи 4,55% за один год, равняется 1000. Это говорит о том, что реальный доход кредитора составил 2%.

На второй год этот расчет (при условии неизменного уровня инфляции) будет выглядеть так:

- основная сумма:  $1025 \times (1 + 2,5\%) = 1050,625$ ;
- процент:  $0 \times (1 + 2,5\%)^2 = 21,0125$ ;
- итого: = 1071,6375.

Примечательно, что процент и в этом случае начисляется на реальную величину кредита (1000), а не на номинальную величину (1025), затем делается поправка на кумулятивную двухгодичную инфляцию. Общая сумма кассовой наличности теперь составила 20,5 в первый год и 1071,6375 во второй год. Если при дисконтировании кассовой наличности использовать ту же ставку в 4,55%, то получим NPV, равный 1000, и вновь убедимся, что реальный доход равен 2%. Эти расчеты доказывают, что невыплаченная часть основной суммы кредита, индексируемого с учетом инфляции, со временем нарастает, в отличие от кредита с фиксированной ставкой, где невыплаченная часть никогда не возрастает.

Расчеты потока кассовой наличности при проектном финансировании намного сложнее, поскольку, в отличие от государственных облигаций, индексируемый кредит, который используется для проектного финансирования, выплачивается по частям. Типовой расчет для кредита, индексируемого с учетом инфляции, который предполагает погашение по аннуитетной схеме, приводится в табл. 11.10. Там же — сравнение индексируемого кредита и кредита с фиксированной ставкой, при этом оба имеют одну и ту же номинальную процентную ставку. Как можно ожидать, график погашения задолженности для кредита, индексируемого с учетом инфляции, полностью совпадает с графиками

Табл. 11.10. Кредит, индексируемый с учетом инфляции, и кредит с фиксированной ставкой процента

<b>Исходные посылки</b>													
Величина кредита	1000												
Срок кредита	20 лет												
Кредит, индексируемый с учетом инфляции:													
Аннуитетные платежи (в реальном измерении)													
Реальная ставка процента	2%												
Ожидаемая инфляция	2,5%												
Кредит с фиксированной ставкой:													
«Рельефные» выплаты = выплаты по аннуитетной схеме в реальном измерении													
Ставка процента	4,55%												
<b>Год</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>Итого</b>	
<b>Кредит, индексируемый с учетом инфляции</b>													
Реальные платежи													
Процент		20	19	18	17	17	6	5	4	2	1		
Выплата основной суммы		41	42	43	44	45	55	56	58	59	60		
Общая сумма выплаты по кредитам		61	61	61	61	61	61	61	61	61	61		
Остаток задолженности по кредиту	1000	959	917	874	830	786	233	176	119	60	0		
Номинальные платежи (= реальные платежи + индекс инфляции)													
Индекс инфляции	1	1,025	1,051	1,077	1,104	1,131	1,485	1,522	1,56	1,599	1,639		
Процент		21	20	20	19	19	9	7	6	4	2	250	
Выплата основного долга		42	44	46	48	50	82	86	90	94	98	1288	
<b>Совокупное обслуживание долга</b>		<b>63</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>93</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>100</b>	<b>1539</b>	
Остаток задолженности по кредиту	1000	983	963	941	917	889	346	268	185	96	0		
<b>Кредит с фиксированной ставкой</b>													
Процент		45	45	44	43	42	19	16	12	8	4	556	
Выплата основного долга		17	20	22	25	27	72	83	89	96	983		
<b>Совокупная задолженность</b>		<b>63</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>91</b>	<b>93</b>	<b>95</b>	<b>98</b>	<b>100</b>	<b>1539</b>	
Остаток задолженности по кредиту	1000	983	963	941	917	889	346	268	185	96	0		

ком по кредиту с фиксированной ставкой. Так что последний годится для хеджирования платы за услуги, индексируемой с учетом инфляции, которая в противном случае финансировалась бы за счет кредита с фиксированным процентом, как в табл. 11.8. Но если инфляция снижается, сокращая размер платы за услуги, то и размер выплат индексируемого с учетом инфляции кредита будет соответственно сокращаться, а коэффициент покрытия кредиторов — оставаться на прежнем уровне, и так удастся избежать проблемы, показанной в табл. 11.9. Если инфляция растет, то растет плата за услуги и выплаты по кредитам. Реальная IRR на собственный капитал также остается на прежнем уровне благодаря такому хеджированию инфляции.

### § 11.3.7. Инфляционный арбитраж

У кредитов, индексируемых с учетом инфляции, есть преимущество при расчете цен в соответствии с нормальными условиями финансового рынка, поскольку они допускают более низкую стоимость обслуживания долга, чем равноценные кредиты с фиксированной ставкой. Так происходит, потому что положенные в их основу государственные облигации, индексируемые с учетом инфляции, имеют тенденцию приносить более низкий реальный доход, чем равноценные облигации с фиксированной ставкой. Во-первых, власти эмитируют эти облигации в ограниченных количествах, даже при наличии обычно высокого спроса на них со стороны кредитных учреждений, таких как пенсионные фонды. Во-вторых, индексируемые облигации действительно застрахованы от потерь в результате высоких темпов инфляции (что ведет к назначению высоких процентных ставок, которые, в свою очередь, уменьшают фактическую стоимость облигаций с фиксированной ставкой). Эта страховка обладает определенной стоимостью, что также отражается в более низком уровне реального дохода на неиндексируемые облигации. Например, государственные облигации с фиксированной ставкой могут приносить номинальный доход 4,5%, тогда как схожие с ними облигации, индексируемые с учетом инфляции, — 1,5%. В облигациях, индексируемых с учетом инфляции, закладывается скрытая инфляция в 2,96%. Этот безубыточный уровень инфляции позволяет сделать так, чтобы номинальная конечная стоимость индексируемой облигации равнялась стоимости аналогичной облигации с фиксированной ставкой. (И вновь воспользуемся «уравнением Фишера» для проведения расчета:  $[(1 + 1,5\%) \times (1 + 2,96\%) - 1] = 4,5\%$ .) Как правило, уровень безубыточной инфляции превышает реальный ожидаемый, потому что доход от облигаций, индексируемых с учетом инфляции, понижается по причинам, речь о которых шла выше.

Предположим, проектная компания удовлетворена соотношением ожидаемого уровня инфляции в 2,5% — по сравнению со скрытой инфляцией в 2,96%. Если в результате произойдет увеличение размеров долга, то номинальная цена (без учета рыночной и кредитной премий — см. § 9.4.1) будет оцениваться на уровне 4,04%  $[(1 + 1,5\%) \times (1 + 2,5\%) - 1]$  по сравнению с 4,5% для займов с фиксированной ставкой, и экономия достигнет 0,46% годовых. В действительности компания может играть на разнице между уровнем инфляции,

заложенным в доходах от облигаций, индексируемых с учетом инфляции, и своими собственными ожиданиями относительно уровня инфляции. Это еще один (помимо хеджирования переменной величины платы за услуги) сильный побудительный мотив для использования займов, индексируемых с учетом инфляции. Выгоду несомненно могут получить государственные органы, когда им предложат более низкую плату за услуги в первоначальной заявке на участие в конкурсе.

Участник конкурса может без труда соединить положения о дополнительной индексации и инфляционном арбитраже, заявив государственным органам: «Если вы проиндексируете плату за услуги, используя  $x\%$ , то я смогу выиграть за счет кредита, индексируемого с учетом инфляции, и предложить вам снижение стартового платежа на величину  $y$ ». В таких случаях государственным органам придется выбирать между двумя способами; рассмотрим преимущества и недостатки каждого из них.

### § 11.3.8. Штраф за досрочное погашение

Штраф за досрочное погашение кредита, индексируемого с учетом инфляции, определяется следующим образом:

- рассчитываем поток будущих реальных платежей;
- увеличиваем их стоимость на величину предполагаемой инфляции (на оставшийся срок выплаты кредита) на момент досрочного погашения кредита;
- дисконтируем полученный результат с помощью текущей фиксированной рыночной ставки (на оставшийся срок выплаты кредита) на момент досрочного погашения кредита.

При помощи графика, приведенного в табл. 11.10, показан итог в виде номинального остатка кредита, например, 899 в пятый год, такого же, как и для кредита с фиксированной ставкой.

Но превышение ожидаемого уровня инфляции в 2,5% будет иметь серьезные последствия, как видно из табл. 11.11. Потребуется тот же размер платежей для выплаты долга, что и в табл. 11.10, но в итоге фактический уровень инфляции вырастет с 2,5 до 3,5%, начиная с первого года. Дисконтная ставка для расчета штрафа за досрочное погашение предположительно получается из неизменной реальной ставки 2 и 3,5% ожидаемой инфляции, то есть составляет 5,57%. В результате виден рост размера штрафа. Необходимо отметить, что влияние любого положения о возврате в первоначальное положение (см. § 11.2.12) в этих расчетах не учитывается.

Уровень инфляции 2,5% приводит к похожим расчетам штрафа за досрочное погашение, как и в случае с облигациями с фиксированной ставкой (см. табл. 11.6). Но выросший уровень фактической инфляции означает, что стоимость досрочного погашения индексированных облигаций со временем становится все более дорогим удовольствием. Так происходит из-за того, что кредитная история никак не влияет на расчет штрафа за досрочную выплату

**Табл. 11.11.** Кредит, индексируемый с учетом инфляции, — расчет штрафа за досрочное погашение

Годы	0	1	2	3	4	5	16	17	18	19	20
При уровне инфляции 2,5%	1000	983	963	941	917	889	417	346	268	185	0
При уровне инфляции 3,5%	1000	992	982	969	953	933	483	404	327	221	0
Увеличение штрафа за досрочное погашение	0	10	19	28	36	44	65	58	48	35	0

процентов, а влияют лишь ставки процента на оставшийся срок до полного погашения кредита на момент его досрочного погашения. Впрочем, более высокий уровень инфляции компенсируется индексацией кредита с учетом инфляции, это происходит в номинальном выражении, а расчет штрафа просто отражает ситуацию. Следовательно, относительно незначительное нарастающее превышение действительного уровня инфляции над ожидаемым заметно влияет на размер штрафа за досрочное погашение кредита, индексируемого с учетом инфляции. Итак, хотя индексируемый с учетом инфляции кредит может быть выгодным, он все-таки несет с собой значительные дополнительные контингентные риски.

### § 11.3.9. Инфляционные свопы

При финансировании за счет кредитов с фиксированным процентом кредиты, индексируемые с учетом инфляции, в первую очередь получают на рынке облигаций. Но на банковском рынке можно добиться того же результата искусственным путем — посредством инфляционных свопов. Ставка инфляционного свопа («цена реализации») основывается на ожидаемых темпах роста цен на государственные облигации, индексируемые с учетом инфляции (2,96% в примере из § 11.3.7), к которым прибавляется разница между курсами продавцов и кредитная премия, как в случае со свопом процентных ставок (см. § 11.2.4).

Инфляционный своп оказывает двоякое влияние, но итог от него не зависит.

- Как и в случае с кредитом, индексируемым с учетом инфляции, проектная компания может обменять поток фиксированных платежей, равных сумме обслуживания долга, на равные по величине переменные платежи.
- В этом случае она станет получать переменный доход при получении платы за услуги и платить переменные суммы для выплаты долга по своп-сделке, чтобы эти два потока денежных средств компенсировали друг друга.
- Также проектная компания может заменить поток переменных поступлений, равных плате за услуги (или ту часть из них, которая предназначена для хеджирования), на поток фиксированных поступлений для хеджирования фиксированной платы за обслуживание долга.

- В обоих случаях конечный результат с точки зрения кассовой наличности аналогичен тому, что имеет место при использовании кредита, индексируемого с учетом инфляции. Так же совпадает и конечный результат использования кредита с фиксированной ставкой и кредита с плавающей ставкой со своим процентных ставок. Данное утверждение верно лишь при условии, что рыночная и кредитная премии одинаковы в каждом случае.
- Штраф при досрочном расторжении соглашения об инфляционном свопе — это разница между первоначальным потоком фиксированных платежей и потоком переменных платежей. При этом ожидаемый уровень инфляции равен предполагаемому господствующему уровню инфляции, дисконтированному при помощи текущей рыночной процентной ставки.

Так, если мы обратимся к примеру из табл. 11.10 и проиндексированной при помощи инфляционного свопа плате за услуги, предназначенной для хеджирования кредита с фиксированной ставкой (заметим: коэффициент покрытия к этим платежам не применяется), и предположим, что действительный уровень инфляции вырастет до 3,5%, то платежи по инфляционному свопу и штраф за досрочное прекращение соглашения будут такими же, как в табл. 11.12.

**Табл. 11.12.** Инфляционный своп

Годы	0	1	2	3	4	5	16	17	18	19	20	Итого
Поступления по соглашению о ГЧП												
Реальная величина поступлений		61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	
Индекс инфляции		1,035	1,071	1,109	1,148	1,188	1,734	1,795	1,857	1,923	1,990	
Номинальная величина поступлений		63	66	68	70	73	106	110	114	118	122	1,727
Фиксированные платежи по свопу		63	64	66	68	69	91	93	95	98	100	1,539
Чистая сумма платежа		1	1	2	3	3	15	17	18	20	21	188
Размер штрафа (за досрочное погашение)	90	94	98	102	105	107	66	53	38	20		

Можно видеть, что штраф за досрочное прекращение соглашения не уменьшается, а растет в первые несколько лет и остается на высоком уровне по отношению к номинальной величине кредита на протяжении всего срока существования проекта. Этот штраф превышает тот, что предназначен для равноценного



кредита из табл. 11.11, который индексируется с учетом инфляции, потому что он не отражает возможный выигрыш от прекращения параллельной сделки по свопу процентной ставки. (При условии, что номинальные ставки процента будут расти вместе с инфляцией, то есть реальная ставка останется равной 2%.) Если учесть все это, то чистая величина штрафов за досрочное расторжение соглашения будет одинаковой.

### § 11.3.10. Своп ограниченного изменения уровня цен

Опцион с фиксированным максимумом и минимумом процентной ставки может стать альтернативой свопу процентных ставок (см. § 11.2.10). Также можно заключить соглашение о свопе ограниченного изменения уровня цен, при котором есть возможность увеличивать и снижать максимум и минимум процентных ставок. Впрочем, если минимум настолько высок, что компенсируется любое снижение инфляции, то порядок установления величины процента будет немного отличаться от простого свопа.

### § 11.3.11. Соединение свопа процентной ставки и инфляционного свопа

Можно утверждать, что инфляционный своп является естественным способом страхования риска при заключении соглашения о свопе процентных ставок, ведь последний находится за пределами цены соглашения, когда процентные ставки снижаются, а инфляционный своп находится в пределах цены соглашения, и наоборот. Однако это не так, потому что структура начисления штрафов за досрочное прекращение соглашения в обоих случаях разная, что видно при сравнении табл. 11.4 и 11.12. На самом деле в табл. 11.11 показаны последствия соединения двух видов свопа. Объективным является то, что сделано с кредитом, индексируемым с учетом инфляции. Эти вычисления показывают: преимущества от выгоды, полученной в результате досрочного прекращения соглашения и роста процентных ставок, не компенсируются за счет штрафов за досрочное расторжение соглашения при выросшем уровне цен.

Более того, выплата NPV будущей кредитной премии по прекращении соглашения об инфляционном свопе и по свопу процентной ставки (см. § 11.2.6) добавляет расходы, связанные с расторжением соглашения. По мере того как NPV кредитной премии по свопу процентной ставки со временем снижается соответственно размеру штрафа за досрочное расторжение соглашения об этом свопе, это не относится к инфляционному свопу и соответствующему штрафу за досрочное расторжение соглашения. Конечно, такое же (или худшее) влияние оказывает положение о возврате в первоначальное состояние, когда речь идет об облигации или кредите, которые индексируются с учетом инфляции (см. § 11.2.12).

Соединение двух этих свопов поднимает острые вопросы, касающиеся уровня конкуренции при назначении цены на момент завершения официального оформления финансовых аспектов проекта (см. § 11.2.8). Хотя это два разных свопа, но они взаимосвязаны, поскольку назначение цены в одном случае

влияет на цену в другом. Изменение фиксированной процентной ставки сказывается на потоке платежей, которые необходимо застраховать от инфляции, что ведет к изменению структуры свопа и его цены, а это меняет поток платежей, которые необходимо застраховать на случай изменений процентной ставки, и т. д. Поэтому одновременное исполнение и контроль за исполнением условий соглашений по обоим свопам — непростая задача.

### § 11.3.12. Роль государственных органов

С точки зрения государственных органов, страхование от инфляции при помощи индексируемого кредита или инфляционного свопа ни в коем случае не помогает обезопасить плату за услуги (когда речь идет о PFI). Данная ситуация сильно отличается от свопа процентных ставок, который может сохранить величину платы за услуги для государственных органов, проектной компании и ее кредиторов. В действительности чем больше индексируется инфляция в рамках платы за услуги, тем больший инфляционный риск берут на себя государственные органы. И не имеет значения, страхует этот риск проектная компания или нет.

Поэтому в принципе рассматривать возможность опережающей индексации платы за услуги стоит лишь в том случае, если государственные органы уверены, что их ресурсы возрастут вместе с ростом цен на протяжении всего срока существования проекта (а уверенности в этом нет). Проблема в том, что преимущества избыточной индексации способны помешать объективной оценке рисков в долгосрочном периоде.

Если плату за услуги проиндексировали опережающими темпами, то страхование от инфляции сэкономит на обслуживании долга, что отразится на величине платы за услуги (см. § 11.3.7). Даже если такая экономия и не предполагается и если кредиторы не устраивает инфляционный риск, тогда хеджирование может стать альтернативой повышению коэффициента покрытия с целью индексации платы за услуги с учетом инфляции — с вытекающими отсюда последствиями. Это важно сделать, пока участники конкурса и их кредиторы еще конкурируют друг с другом (или в процессе конкуренции между поставщиками финансовых ресурсов — § 16.2).

Если государственные органы берут на себя риск процентной ставки в момент официального оформления финансовых аспектов проекта (см. § 11.2.13), то за соединением двух своп-сделок проследить трудно, а значит, соотношение выгод и затрат может стать неблагоприятным уже на этом этапе. И если госсектор получает часть прибыли от рефинансирования (см. § 16.4.5), он может ее отчасти потерять из-за удвоения кредитной премии. И, наконец, страхование от инфляции значительно увеличит платежи в связи с прекращением соглашения (см. § 11.3.8, 11.3.9), когда государственные органы обязаны выплатить штраф за досрочное расторжение соглашения (см. § 15.5–15.8). С учетом вышесказанного последствия страхования инфляции трудно предсказать с точки зрения государственных органов, особенно когда речь идет о PFI.

Итак, могут ли государственные органы препятствовать страхованию от инфляции, предложив что-то взамен, при условии опережающей индекса-

ции платы за услуги? Одна из возможностей — взять на себя часть инфляционного риска, если это повышает эффективность расходования средств по сравнению со страхованием инфляции. Это происходит путем индексации платы за услуги с учетом определенного уровня инфляции, скажем, 2,5% ежегодно. Государственные органы выигрывают, если инфляция превышает 2,5%, а если опускается ниже этого значения — проигрывают. Кроме того, они могут предложить эквивалент свопа ограниченного изменения уровня цен (см. § 11.3.10), установив минимальное и максимальное значение, при которых компенсируется плата за услуги. (Нежелательно принимать в расчет движение лишь в одну сторону, то есть минимальное значение инфляции.) Эти методы позволяют избежать проблем с платежами за расторжение соглашения.

Но самый простой и наименее рискованный метод решения проблемы — комбинирование фиксированной и переменной частей в плате за услуги в пропорциях, которые в целом соответствуют комбинации постоянных и переменных издержек проектной компании. Это примерно соответствует структуре собственных издержек госсектора при проведении государственных закупок и самостоятельной эксплуатации объекта.

### § 11.3.13. Индекс инфляции не подходит для страхования риска

Государственным органам нежелательно заключать соглашения о субподряде, где индексация платежей осуществляется на основе индексов, отличных от тех, что используются для определения платы за услуги. И проектная компания может испытывать трудности с поиском субподрядчиков, готовых заключить соглашение на значительный срок, по которому индексация цен происходит на основе общеэкономического индекса цен, а не индекса, относящегося к определенной сфере хозяйственной деятельности.

Расходы на текущее содержание объекта (уборку, снабжение, охрану и т. д.) составляют значительную часть переменных операционных расходов, которые покрываются за счет части платы за услуги, индексируемой с учетом инфляции. Проектная компания не сможет заключить соглашение о субподряде, где цены проиндексированы на основе того же индекса, что и плата за услуги. Отсюда озабоченность относительно влияния инфляции на доходы и расходы. В качестве альтернативного варианта субподрядчики, занимающиеся текущим содержанием объекта, могут пойти на согласование двух индексов в краткосрочном периоде (скажем, на пять лет), но не на весь срок действия соглашения о ГЧП. Кредиторы также могут быть озабочены долгосрочными перспективами соглашения о текущем содержании объекта, если его коммерческая сторона страдает от инфляции.

Участники конкурса могут управлять этим риском, если заложат в соглашение о текущем содержании объекта расходы с запасом, но это не обязательно лучший вариант эффективного расходования средств, с точки зрения государственных органов. Альтернативный вариант предполагает индексацию платы за услуги, скажем, каждые пять лет. Элемент издержек на текущее содержание объекта либо сравнивают с аналогичными расходами на других объектах,

либо проводят новый конкурс по поиску поставщика этих услуг («исследование рынка»). Если эти расходы меняются на величину, превышающую утвержденный минимальный процент (в сторону увеличения или понижения), то плата за услуги корректируется соответствующим образом — возможно, распределением выгод и затрат между проектной компанией и государством. Безусловно, надо следить, чтобы это не противоречило правилам учета внебалансовых операций (см. § 5.5). В таком случае встает вопрос о принципиальной необходимости включения положений об оказании этих услуг в соглашение о ГЧП (см. § 13.2). Более того, существует проблема асимметричности информации в государственном и частном секторах, касающаяся анализа цен на данные услуги. И если принять во внимание неполноту информации о стоимости таких услуг для широкой публики, то сопоставительный анализ цен и исследование рынка побуждают участников конкурса занижать в своих заявках стоимость этих услуг в краткосрочном периоде.

Данный метод страхования от несоответствия в уровнях цен также используется для расходов на страхование (см. § 12.4.5). Но он в меньшей степени подходит для расходов на техническое обслуживание и текущий ремонт объекта, поскольку они отчасти определяются первоначальным проектным решением, а следовательно, их необходимо изучать на этапе рассмотрения заявок (см. § 2.8). Сопоставительный анализ цен и исследование рынка на предмет стоимости работ по техническому обслуживанию и текущему ремонту нарушают эту связь с заявкой. И если этот риск не останется у проектной компании, у нее не будет мотива контролировать соблюдение обязательных требований, определенных в первоначальном варианте проекта.

## Глава 12. Как кредиторы управляют денежными средствами. Вопросы страхования и взыскания задолженности

### § 12.1. Введение

Эта глава исследует, каким образом проблемы финансового структурирования и хеджирования находят отражение в документации кредиторов, в особенности:

- как кредиторы контролируют движение кассовой наличности проектной компании (§ 12.2);
- характер мер безопасности, применяемых кредиторами (§ 12.3);
- роль страхования (§ 12.4);
- процедура дефолта (§ 12.5);
- отношения между разными типами кредиторов (§ 12.6).

Вот вопросы, которые в основном решают кредиторы и проектная компания (и ее инвесторы). Но и государственным органам необходимо изучить документацию, чтобы убедиться в отсутствии в ней положений, способных неблагоприятно влиять или препятствовать исполнению обязательств проектной компании в рамках соглашения о ГЧП.

### § 12.2. Контроль движения кассовой наличности

Кредиторы тщательно следят за движением кассовой наличности проектной компании как на этапе строительства (чтобы убедиться в целевом расходовании денежных средств), так и на этапе эксплуатации объекта (чтобы удостовериться: средства направляются на решение первоочередных задач). На этапе строительства любое реальное или ожидаемое превышение расходов по основным статьям, как правило, требует согласования с кредиторами, даже если у компании достаточно средств для завершения проекта. Впрочем, кредиторам надо дать понять, что не следует пытаться установить слишком жесткий контроль над статьями расходов. В большинстве случаев бюджет закрепляется в соглашениях, а проектной компании необходима свобода для маневра, чтобы справиться с незначительными отклонениями в статьях расходов, особенно если они серьезно не влияют на общую стоимость проекта. Точно так же на этапе эксплуатации кредиторы будут пытаться контролировать бюджет расходов, которые осуществляет непосредственно проектная компания (за исключением расходов субподрядчиков).

Помимо бюджетного контроля во время проведения строительных работ кредиторы контролируют расходы при помощи счета расходов (§ 12.2.1) и могут остановить финансирование, если что-то пойдет не так (§ 12.2.2). На этапе эксплуатации они устанавливают первоочередные задачи по использованию потока кассовой наличности (§ 12.2.3), требуют хранения определенного количества средств на резервных счетах для создания «денежной подушки» (§ 12.2.4), а также следят за распределением дивидендов среди инвесторов (§ 12.2.5).

### § 12.2.1. Счет расходов

Обычно процедура использования кредита для финансирования строительства предполагает, что проектная компания предоставляет официальный запрос на перевод денег за несколько дней до того, как эти средства понадобятся (обычно это бывает раз в месяц). Такой запрос на перевод:

- сопровождается платежным требованием от субподрядчика, заверенным техническим консультантом кредиторов;
- содержит перечень расходов, для которых потребуются другие переводы (например, на покрытие расходов проектной компании или процента по кредиту);
- содержит описание, как эти расходы должны финансироваться (за счет собственных средств или займов, а при наличии нескольких займов — какой будет использоваться);
- содержит сравнение ежемесячных и нарастающих расходов по реализации проекта с бюджетом строительства;
- подтверждает наличие достаточного количества средств для завершения проекта;
- подтверждает соблюдение всех иных условий, необходимых для получения средств.

Как для вложений в акционерный капитал, так и для получения кредитов используют счет расходов (его также называют доходным счетом). Открытый на имя проектной компании, он является одним из нескольких счетов проекта (другое название — «контрольные счета» или «счета условного депонирования»). Итак, средства либо поступают на счет расходов, либо непосредственно выплачиваются бенефициарам, например субподрядчикам, выполняющим строительные работы. Хотя этот и другие счета открыты на имя проектной компании, для того чтобы снять с них средства, может потребоваться согласие банка-агента или доверительного управляющего обеспечением, а остатки средств на счетах — часть страховки кредиторов. (Обратите внимание, что процедура касается только банковских кредитов, а средства от выпуска облигаций поступают со счета ПШС — см. § 11.2.11, когда в них возникает необходимость, но с точки зрения контроля за расходами результат тот же самый.)

Кредиторы могут контролировать все платежи, которые производятся со счета расходов, или позволить проектной компании расходовать средства на цели, указанные в запросах, и контролировать платежи лишь при отказе

компании выполнять свои обязательства. Последний подход более практичен, потому что при использовании запросов кредиторы лишь контролируют платежи, которые производятся с использованием этого счета.

### § 12.2.2. Отказ от предоставления средств

При нарушении обязательств, определенных в кредитной документации (см. § 12.5), кредиторы могут отказать в дальнейшем предоставлении средств на строительство объекта до тех пор, пока их требования не будут удовлетворены. Такие случаи называют «отказом от предоставления средств».

### § 12.2.3. Движение кассовой наличности по каскадной схеме

После того как проектная компания приступила к эксплуатации объекта и стала получать доход в соответствии с соглашением о ГЧП, кредиторы контролируют поток кассовой наличности при помощи каскадной схемы (или «водопада»), расставив приоритеты в порядке использования наличности. Обычно они выстраиваются так:

1. Оплата операционных расходов, включая услуги субподрядчиков, и налоги, то есть всех расходов, которые необходимо оплачивать, чтобы проект продолжал действовать. (Примечание: поток кассовой наличности на этом уровне не равняется CADS, поскольку наличные деньги, доступные для обслуживания долга, учитывать также обязательно, что указано в пункте 5.)

2. Комиссионные и расходы, которые причитаются или понесли банк-агент и доверительный управляющий, при их наличии.

3\*. Проценты по займам и любому свопу или другие платежи, связанные с хеджированием.

4\*. Выплата задолженности (по «минимальному» графику, при его наличии — см. § 10.5.5; если это так, то оставшиеся выплаты в соответствии с «целевым» графиком приближаются к 6).

5. Перечисление средств на резервные счета (см. § 12.2.4).

6. Автоматическое перечисление избыточных денежных средств на процентные счета при их наличии (см. § 10.5.7).

7. Выплата дивидендов акционерам (см. § 12.2.5).

(\* Эти средства могут ежемесячно перечисляться на резервный счет, предназначенный для выплаты долга — см. далее.)

После оплаты всех расходов, указанных в пункте 1, оставшаяся кассовая наличность направляется на оплату комиссионных и расходов по пункту 2 и т. д. (как вода вытекает из одного озера в другое — этот образ лег в основу данной системы распределения денежных средств). Отсюда следует, что при нехватке денежных средств для оплаты расходов по пяти пунктам инвесторы не получают ничего. Расходы из пунктов 6 и 7 обычно оплачиваются раз в полгода — в ограниченный промежуток времени после подсчета результатов деятельности проектной компании, а значит, и коэффициентов покрытия кредиторов за предыдущие шесть месяцев (см. § 12.2.5).

Доходы проходят через этот каскад двумя путями:

- Кредиторы могут потребовать, чтобы проектная компания переводила средства для покрытия первой категории расходов на отдельный операционный счет, который компания будет контролировать ежедневно, а оставшуюся часть средств хранила бы на счету доходов, находящемся под совместным контролем банка-агента или доверительного управляющего обеспечением и проектной компании до тех пор, пока они не понадобятся для оплаты других расходов.
- В качестве альтернативы все доходы могут поступать на один счет, с которого проектная компания по необходимости сможет производить платежи по каскадной схеме.

Очевидно, последний путь наиболее предпочтителен с точки зрения проектной компании и более практичен, когда речь идет о повседневных операциях.

#### § 12.2.4. Резервные счета

Средства, по необходимости выплачиваемые по каскадной схеме, попадают на разные резервные счета, которые находятся под контролем кредиторов, так же как и все другие счета проекта. Они предназначены для защиты ликвидности проектной компании на случай временного прекращения поступлений или роста операционных расходов, а также для создания запасов наличности с определенной целью, такой как содержание объекта или учреждение специальных фондов, например для хранения сумм страхового возмещения. Хотя государственные органы напрямую не занимаются обеспечением, не контролируют эти счета, что выгодно кредиторам, это приносит косвенную выгоду и госсектору — он получает некоторую гарантию непрерывного оказания услуг при возникновении любых проблем с поступлением денежных средств. С другой стороны, ни проектная компания, ни госорганы не заинтересованы в том, чтобы денежные средства бесцельно лежали на резервных счетах. Задержки с выплатой дивидендов сильно снижают IRR на собственный капитал компании, а это может отразиться на увеличении платы за услуги в первоначальном варианте заявки.

Резервные счета могут быть следующими.

**Резервный счет обслуживания долга (DSRA)**<sup>1</sup>. На нем хранятся средства для следующего взноса в счет уплаты долга (части основной суммы и процентов). Обычно их достаточно для покрытия задолженности за шесть месяцев. Если проектная компания не в состоянии оплатить часть или всю сумму взноса из обычного денежного потока (или резервного счета для выплаты долгов при его наличии), используются средства с данного счета. DSRA необходимо открыть в начале этапа эксплуатации. Это делают двумя способами:

- включают DSRA в бюджет строительных расходов и переводят на него средства по завершении этапа строительства;

<sup>1</sup> Debt Service Reserve Account (англ.).



- перечисляют на него средства из обычного денежного потока посредством каскадной схемы. (Это означает, что он пополняется за счет потока денег от первоначальных операций, и до тех пор, пока на нем не будет достаточно средств, их нельзя использовать для выплаты дивидендов инвесторам.)

Первый способ предпочтительнее с точки зрения инвесторов, потому что большая часть средств для обслуживания долга вносится кредиторами (в соответствии с соотношением собственных и заемных средств), а не за счет денежного потока на капитал. Преимущество дает им и то, что они знают: средства начинают поступать на этот счет с началом эксплуатации объекта. Где-то между двумя этими способами есть еще один — проектной компании позволяют перечисление средств на DSRA из любого неиспользуемого фонда или страхового фонда. Для улучшения IRR на собственный капитал спонсоры могут предоставить кредиторам аккредитив или, если это допускается, корпоративные гарантии — вместо того чтобы использовать DSRA. Тогда средства не будут застревать на счетах проектной компании. Правда, тогда кредиторы не могут выставлять претензии компании по поводу денег, полученных ею под аккредитив, поскольку это приведет к сложностям во взаимоотношениях кредиторов — см. § 12.6. Существует еще вариант — сами кредиторы вместо DSRA создают резервный фонд финансирования для обслуживания долга. С него можно перечислять средства и возмещать их так же, как с DSRA. Некоторые кредиторы могут согласиться на создание резервного счета для выплаты процентов (на нем должна храниться сумма, равная следующему процентному платежу для обслуживания долга), возможно, вместе с созданием резервного счета для выплаты долга, о котором речь ниже.

**Резервный счет для выплаты долга.** На нем ежемесячно накапливают деньги для выплаты следующего взноса (основной части и процентов), вместо того чтобы оставлять их на операционном счету проектной компании. Счет опустошается в конце каждого периода выплаты.

**Счет хранения резервов для технического обслуживания объекта (MRA)**<sup>1</sup>. Первоначально он создавался в рамках схемы проектного финансирования для объектов, которые требовали регулярного проведения капитального ремонта. Например, капитальный ремонт электростанции необходимо проводить каждые пять лет, поэтому деньги на техническое обслуживание и ремонт требуются каждые пять лет, а не ежегодно. В таких случаях MRA помогает сглаживать всплеск расходов и получать доступ к средствам, когда в них появляется необходимость. Счет пополняется каждый год в течение пяти лет, а на пятом году средства с него направляются на техническое обслуживание и капитальный ремонт. Это относится к проектам ГЧП, связанным с перерабатывающими предприятиями (например, заводами для сжигания мусора), с материальной инфраструктурой, дорогами, где проводится капитальный ремонт покрытия после 15 лет эксплуатации (в таких случаях пополнение MRA действует не в течение всего срока, а начинается, скажем, за пять лет до начала ремонта), и к другим проектам со значительным жизненным циклом. Результат — увели-

<sup>1</sup> Maintenance Reserve Account (англ.).

чение стоимости ГЧП по сравнению с проведением государственных закупок, потому что при госзакупках нет необходимости в предварительном накоплении средств. Также существует опасность, что проектная компания не сможет выполнять свои обязательства, и тогда средства с этого счета отойдут кредиторам. Таким образом, государству (или потребителям, если это концессия) придется дважды платить за ремонт и техническое обслуживание. Значит, государственные органы должны иметь преимущественное право пользования этими средствами в случае объявления дефолта проектной компанией. Либо любые расходы, связанные с прекращением соглашения, должны компенсироваться за счет средств компании.

Этот счет не столь актуален для строительства зданий или других проектов, где нет всплеска расходов на текущее техническое обслуживание. Некоторые кредиторы требуют, чтобы на счету было достаточно денег для технического обслуживания на два года вперед (или 100% от того, что потребуется в следующем году, 50% — на второй год и 25% — на третий). И сумму необходимо согласовывать с техническими консультантами кредиторов. Однако это не устраняет в долгосрочной перспективе риска, что фактическая стоимость обслуживания превысит ожидаемую (см. § 14.8.6).

И в действительности нет причины, по которой столь значительные средства необходимо хранить на счету проектной компании. Создание излишних резервных счетов понижает IRR на собственный капитал инвесторов и способно вызывать повышение платы за услуги.

С другой стороны, в период рефинансирования (см. § 16.2) у проектной компании есть соблазн убедить новых кредиторов понизить объем средств на MRA. Если государственные органы вынуждены согласиться на рефинансирование, на этот момент надо обратить особое внимание: насколько это соответствует долгосрочным перспективам развития проекта и оказания услуг, в будущем расходы на ремонт и техническое обслуживание объекта могут резко возрасти.

**Резервный счет для уплаты налогов.** Если начислена значительная сумма налогов, но ее не надо платить до начала следующего года (§ 10.8.2), обычно создается резервный счет для уплаты налогов. Другие резервные счета, предназначенные для сглаживания расходов, могут создаваться для оплаты предстоящих обязательств или покрытия случайных расходов, если они имеют заметное влияние на ADSCR кредиторов.

**Резервный счет для страхования изменений в законодательстве.** Проектная компания может взять на себя риск, связанный с оплатой некоторых изменений в законодательстве. (Например, если расходы на приобретение собственного капитала должны включать расходы на исполнение новых требований пожарной безопасности.) Роль резервных счетов в такой ситуации обсуждается в § 15.2.5. Опять же нежелательно, чтобы средства бесцельно хранились на счетах (аналогично MRA), когда не предвидится резкого повышения соответствующих расходов.

**Счет для хранения сумм страхового возмещения.** Отдельный резервный счет создается для получения страховых выплат и оплаты (под контро-

лем кредиторов) расходов по восстановлению проекта или сокращению долга (см. § 12.4.6). Похожие счета применяют для получения проектной компанией других компенсаций, таких как неустойки от строительного подрядчика (см. § 14.7.1). На счета, где хранятся средства для особых целей, поток кассовой наличности движется не по каскадной схеме, а непосредственно чтобы использоваться по прямому назначению.

### § 12.2.5. Контроль за распределением прибыли между инвесторами

Инвесторы стоят на нижней ступеньке каскадной схемы — и, в принципе, могут получить дивиденды после оплаты операционных расходов, налогов и долга. Если проектная компания не в состоянии сразу выплатить дивиденды инвесторам (например, из-за задержки в проведении ежегодного собрания акционеров и объявлении о выплате дивидендов), то они перечисляются на счет для распределения прибыли среди акционеров, открытый на имя проектной компании. Кредиторы могут использовать эти средства в качестве обеспечения долга наряду с резервными счетами, но поскольку деньги на этом счету вроде бы им не подконтрольны, то у них нет на это достаточных оснований. Впрочем, это имеет значение, только если проектная компания объявит о неспособности погасить кредит. Тогда кредиторы имеют право блокировать выплаты со счета.

Выплата дивидендов происходит не столь просто, как кажется. Если после прохождения каскада и остаются какие-то денежные средства, все равно необходимо преодолеть ряд препятствий. Проектной компании придется доказать, что у нее достаточно денег сейчас, и гарантировать их наличие в будущем для выплаты долгов после распределения прибыли. Здесь применяют коэффициент «распределительного блока» (его также называют коэффициентом «прекращения выплаты дивидендов» или «блокировки»). Например, в базовом сценарии средняя величина ADSCR равна 1,20:1. Прибыль невозможно распределить, если действительный ADSCR за предыдущий год был ниже, чем, скажем, 1,10:1. Расчет достаточности средств для выплаты дивидендов делается обычно на основе соответствующего годового периода раз в полгода (а значит, дивиденды можно выплачивать лишь раз в полгода). Если деньги невозможно распределить из-за несоблюдения требований к коэффициенту «распределительного блока», любые доступные средства могут быть направлены на сокращение задолженности или на специальный резервный счет. Они накапливаются там до тех пор, пока расчет коэффициента не покажет возможность выплаты дивидендов с учетом погашения задолженности и средств, хранящихся на резервном счету.

Если коэффициент покрытия, определенный базовым сценарием, низкий (например, ADSCR равен 1,15х), а значит, приближается к коэффициенту «распределительного блока» (скажем, ADSCR равен 1,10х), то ситуация очень опасна для инвесторов. Небольшой спад в поступлении денег приведет к тому, что их собственный поток денежных средств прекратится. Низкие коэффициенты помогают выиграть конкурс (см. § 10.7), но впоследствии польза от них сомнительна.

Есть проблема расчета коэффициента «распределительного блока». Следует ли использовать «опережающие» коэффициенты — например, ожидаемый ADSCR на следующий год, или LLCR, или средний ADSCR на оставшийся срок погашения кредита? После начала проекта лучший способ оценки его работы в будущем — оценка прошлых результатов. Так что кредиторов в основном должен занимать действительный ADSCR. Особенно это касается проектов, которые получают регулярное, гарантированное финансирование по соглашению о ГЧП. В этом случае трудно представить, что ожидаемая величина кассовой наличности на следующий год окажется намного ниже (предсказуемые колебания, например, вызванные необходимостью технического обслуживания, следует компенсировать за счет резервных счетов). Такой способ больше подходит для проектов по добыче и использованию природных ресурсов. Поэтому расчет столь любимых кредиторами опережающих коэффициентов в данной ситуации означает потерю времени, а отказ от них снимает проблему выбора исходных посылок для оценки соответствующих финансовых перспектив. Впрочем, если проектная компания несет риск недостаточного использования объекта при концессии, то здесь «опережающие» коэффициенты могут найти применение, особенно если базируются на посылке о более широком использовании объекта в будущем.

Проектной компании придется выполнить дальнейшие требования перед выплатой дивидендов. Не следует допускать неисполнения обязательств, прописанных в соглашении о ГЧП (см. § 15.5) или в документах о финансировании.

### § 12.3. Обеспечение кредита

Кредиторы не могут ожидать, что им в качестве обеспечения предложат объект, который является предметом соглашения о ГЧП. Предоставление коммунальных услуг в этом смысле должно стоять на первом месте по отношению к любым их требованиям. Невозможно наложить взыскание на здание школы и его последующую продажу в счет долгов по кредиту, как невозможно распродавать дороги или мосты. Даже если теоретически подобное допустимо, большая часть имущества ГЧП в силу специфики почти не имеет ценности на открытом рынке. И если госорганы передали что-то для использования в коммерческих целях, например участок земли или офисное здание, — объекты не должны выступать в качестве обеспечения кредита. Если только это можно сделать, не нарушая непрерывности собственных прав государства.

Поэтому кредиторы могут ожидать выплаты только за счет потока кассовой наличности успешно работающей проектной компании. Впрочем, им важно обеспечение безопасности кредитов. Для этого необходимо, чтобы:

- кредиторы с самого начала были в курсе, если у проекта начнутся проблемы;
- они при необходимости могли взять проект под свое управление;
- третьи лица (например, кредиторы, не имеющие обеспечения) не получили преимущественных или равных прав на имущество проекта;
- имуществом проекта нельзя было распоряжаться без согласия кредиторов;

- кредиторы могли стимулировать проектную компанию к сотрудничеству, если у нее начались неприятности.

Обеспечение кредита обычно происходит на четырех уровнях:

- контроль потока денежных средств;
- обеспечение соглашений, заключенных проектной компанией, и ее финансовых средств (§ 12.3.1);
- обеспечение акций проектной компании (§ 12.3.2);
- возможность вмешательства в работу проекта в соответствии с прямым соглашением (§ 12.3.3).

### § 12.3.1. Обеспечение соглашений и финансовых средств

Если у кредиторов отсутствует обеспечение в виде материальных активов, они ожидают, что проектная компания в полной мере переуступит им свои права на все основные соглашения, например:

- соглашение о ГЧП;
- соглашения о субподряде, а также любые долговые обязательства и поручительства по этим соглашениям;
- страховки (см. § 12.4.5);
- любые действующие соглашения об оказании консультационных услуг (см. § 7.7).

Это, помимо всего прочего, предполагает, что нельзя вносить изменения в проектные соглашения без согласия кредиторов. Кроме того, в качестве обеспечения кредиторы используют финансовые средства, поэтому происходит:

- передача в залог банковских счетов проектной компании, включая резервные счета, с двумя подписями: представителя компании и банка-агента или доверительного управляющего обеспечением, необходимые для получения одобрения со стороны кредитора для перечисления денег со счета;
- переуступка прав со стороны проектной компании на получение взноса в уставной капитал от спонсоров;
- переуступка требований акционеров в отношении их субординированных кредитов (см. § 7.3.3) при их наличии (чтобы убедиться, что они не смогут вмешиваться в процесс взыскания задолженности);
- переуступка права проектной компании на получение любых средств, предназначенных к выплате при прекращении сделки по финансовому страхованию (см. § 11.2.3);
- переуступка прав в отношении страховых свидетельств (см. § 12.4.5).

Также необходимо получить согласие других участников соответствующих соглашений о передаче в залог и переуступке прав, желательно вместе с прямыми соглашениями.

В зависимости от конкретного законного основания и при наличии преференциальных кредиторов (например, преимущества требований об уплате налогов перед требованиями обеспечения кредиторов) могут возникнуть

проблемы с обеспечением, или высокие гербовые сборы, или другие платежи для регистрации обеспечения.

### § 12.3.2. Обеспечение акций проектной компании

Обычно кредиторы в качестве обеспечения берут акции инвесторов компании. Это позволяет первым принимать на себя управление проектной компанией быстрее, чем того можно добиться, заключив соглашение о переуступке.

В зависимости от законного основания в связи с этим вероятны затруднения: процедура взыскания обеспечения очень обременительна для кредиторов, которые хотят быстро получить контроль над проектом. Особенно если им необходимо не установить контроль и начать работу с помощью администратора или временного управляющего, а продать имущество на открытом аукционе или после судебного разбирательства. С другой стороны, в ряде стран это единственный способ перехода проектной компании под управление кредиторов, поскольку местное законодательство (см. главу 11 о США) способно помешать им, используя имущество компании, взятое в качестве обеспечения.

Корпоративные кредиторы инвесторов могут навязать условие о «непредпочтении третьей стороны». Согласно ему инвестор обязуется не передавать свое имущество в залог третьим лицам, что должно препятствовать передаче третьей стороне акций проектной компании, которые кредиторы приняли от нее в качестве обеспечения. Для инвесторов более приемлемы переговоры об отказе от этого условия, когда речь идет о собственных акциях проектной компании.

Довольно распространена ситуация, когда проектной компанией владеет посредническая холдинговая компания (см. § 7.6.1), акциями которой владеют инвесторы и передают их в залог кредиторам. Вот причины этого:

- Кредиторы желают убедиться, что проектная компания не испытывает финансовых трудностей в результате действий одного из инвесторов (то есть это «защита от банкротства»). Так, если инвестор обанкротится, это не должно привести к банкротству дочерней компании или филиала проектной компании или сделать невыгодным залог — акции проектной компании. Холдинговая компания — посредник между инвесторами и проектной компанией, она призвана снизить этот риск.
- Структура холдинговой компании также может усилить контроль кредиторов в случае банкротства самой проектной компании.
- Структура компании может обеспечить налоговые льготы.
- Если кредиторы одновременно инвесторы проектной компании, они могут не захотеть, чтобы холдинговая компания являлась ее прямой дочерней компанией или филиалом, если у проекта начнутся проблемы.

### § 12.3.3. Прямые соглашения

Государственным органам и другим ключевым участникам проектного соглашения необходимо заключить прямые соглашения (их еще называют трехсторонними) с кредиторами (в них также может участвовать и проектная компания).

Еще их называют «подтверждениями согласия», так как они подтверждают позицию кредиторов и их согласие принять договоры в качестве обеспечения. Это может и не понадобиться в странах с правовой системой, которая допускает существование в соглашении *stipulatio altri* (положения о пользе третьей стороны), но, принимая во внимание их сложность, проще заключить отдельный договор.

Дополнительное к договору о ГЧП прямое соглашение — единственный законный документ, который определяет взаимоотношения между государственными органами и кредиторами и, вероятно, поэтому является самым важным из них. В соответствии с ним государственные органы:

- признают за кредиторами право залога в рамках договора о ГЧП;
- соглашаются переводить оплату на специальный счет проекта или после получения уведомления от кредиторов;
- признают, что поправки в соглашение о ГЧП не будут вноситься без разрешения кредиторов;
- дают кредиторам право вмешательства (в разных случаях) в дела проектной компании, если последняя не исполняет свои обязательства (см. § 15.4.2);
- могут согласиться с тем, что в случае взыскания кредиторами обеспечения действие соглашения о ГЧП будет автоматически прекращено, тем самым подтверждая выплату комиссии за расторжение договора (см. § 15.5). (Взамен госорганы могут получить право немедленного расторжения проектного соглашения, если кредиторы откажутся предоставить средства для финансирования строительства в рамках проекта.)

Государственные органы не всегда охотно идут на заключение прямого соглашения, мотивируя это тем, что кредиторам не следует давать дополнительные права, кроме указанных в договоре о ГЧП. Однако для кредиторов практическая ценность многих условий прямого договора сомнительна. На практике, если с проектом что-то не так, все стороны должны сесть за стол переговоров и попытаться отыскать решение, и не важно, найдет оно воплощение в прямом соглашении или нет. Наиболее важная часть обеспечения — само соглашение о ГЧП, а прямой договор поможет кредиторам быстрее взять ситуацию под контроль, если проектная компания не в состоянии выполнять свои обязательства, и найти другого участника, способного взять ответственность за проект. Учитывая, что главным приоритетом для государства остается предоставление коммунальных услуг, прямое соглашение — эффективный способ его соблюдения.

Подобные договоры заключаются, например, со строительной организацией-субподрядчиком. Тем самым, если у проектной компании начнутся проблемы на этапе строительства, обеспечивается контроль со стороны кредиторов и завершение проекта так, как это указано в первоначальном соглашении о субподряде.

Кредиторы также могут получить, например, от строительной организации-субподрядчика технические гарантии в отношении строительства или эксплуатации, по которым принимаются безусловные обязательства по отношению к кредиторам. (Степень гарантий определяется соответствующим соглашением с проектной компанией.)

## § 12.4. Роль страхования

Как будет сказано ниже (см. § 15.7), от рисков форс-мажорных обстоятельств можно защититься при помощи страхования (речь о таких бедствиях, как пожар или наводнение). Их, как правило, берет на себя проектная компания, и именно от нее зависит страхование. За очень небольшим исключением все риски, связанные с материальным ущербом (или финансовыми потерями), которые нельзя перенести на субподрядчиков или государственные органы (см. § 15.2.4), должны быть застрахованы.

Госорганы часто полагаются на самострахование, а не на коммерческое страхование. Такой выбор означает более эффективное расходование средств, когда портфель активов большой и диверсифицирован для широкого распределения рисков. В ограниченных случаях имеет смысл взять проектную компанию под защиту. То есть государство принимает на себя ответственность за убытки, которые в противном случае пришлось бы страховать, особенно тогда, когда по каким-либо причинам получить коммерческую страховку затруднительно. Но если помнить об общей тенденции переноса рисков в частный сектор, то такие действия предпринимать нежелательно. Впрочем, госорганы могут обеспечить известную защиту от определенных рисков, которые становятся нестрахуемыми (см. § 12.4.6), а также от претензий третьей стороны (см. § 15.2.4).

Поскольку у проектной компании нет свободных средств для защиты от возможных нестрахуемых рисков, то госорганы должны убедиться в существовании адекватной страховки для покрытия любого ущерба, нанесенного объекту, и тем самым в обеспечении непрерывного оказания услуг. Со стороны госсектора разумно определить в соглашении о ГЧП минимальный уровень страхового покрытия, которое потребуется проектной компании, так как эти объекты страхования косвенно обеспечивают ее защиту и безопасность. Также желательно иметь некоторые минимальные требования относительно кредитоспособности страховщиков.

Страхование происходит в два этапа. На первом страхуется весь строительный этап проекта (§ 12.4.2), а на втором — эксплуатация (§ 12.4.3). Эта страховка, как правило, возобновляется ежегодно.

В дополнение к ним закон требует страхования в особых случаях, напрямую не связанных с проектом. Например, может потребоваться страхование транспортных средств, ответственности работодателя и т. д.

### § 12.4.1. Страховые брокеры и консультанты

Во время конкурса на реализацию проекта ГЧП спонсорам необходимо выбрать обладающего опытом в сфере проектного финансирования страхового брокера, чтобы он консультировал их относительно расходов и в итоге предложил проектной компании программу страхования. Часто брокерам платят процент от страховой премии, но это связано с ростом страховых премий, так что лучше обсудить возможность фиксированной оплаты.



Брокер играет большую роль в передаче страхователю информации о проекте, что очень важно в правовых системах, где страховка является соглашением *uberrimae fidei* (наивысшей добросовестности).

Если страхователю не сообщают всю существенную информацию, он не обязан выплачивать страховку (см. § 12.4.5, комментарии по покрытию, имеющему законную силу). Поэтому брокер должен провести работу так, чтобы этого избежать.

Страхование — ключевой компонент кредитного обеспечения. Но госорганы не должны полагаться на кредиторов и их консультанта в сфере страхования (см. § 9.3.4) — ведь кредиторы в первую очередь заботятся о защите своих интересов, а государство прежде всего озабочено предоставлением услуг населению. Поэтому госсектору необходимы собственные консультанты по страхованию (см. § 6.7.4). Впрочем, цели кредиторов и государственных органов не являются несовместимыми и в действительности во многом совпадают.

### § 12.4.2. Страхование на этапе строительства

В договорах строительного подряда, которые не используют схему проектного финансирования, подрядчик обычно самостоятельно организует страхование основных этапов и включает стоимость страховки в цену договора. Это логично, поскольку он несет риск потерь в страховых случаях. Если часть объекта сгорит при пожаре, то подрядчик обязан заменить его вне зависимости от того, был он застрахован или нет. Впрочем, страховка, организованная подрядчиком, не всегда приемлема в схеме проектного финансирования по нескольким причинам:

- Кредиторы требуют страховку от задержки ввода в эксплуатацию (ЗВЭ), которую подрядчику не так легко оформить, ведь он в этом случае не несет риска потери. Если проектная компания приобретает для этого отдельную страховку, то существует риск нестыковки двух полисов.
- При проектном финансировании вполне обычна страховка для первого года эксплуатации как часть страхового пакета строительного этапа. Таким образом избегают проблемы при переходе от одного этапа к другому. В этом случае ее нельзя оформить на субподрядчика.
- Кредиторы хотят тщательно контролировать условия страхования, любые возникающие претензии и предпочитают делать это при помощи проектной компании, а не подрядчика.
- У кредиторов есть особые требования относительно страховых полисов, которые сложно соблюдать, если полис оформлен не на проектную компанию (см. § 12.4.5).
- Кредиторы обычно контролируют использование средств, полученных от выплаты страховки (см. § 12.4.6).

Страховка, оформленная субподрядчиком, бывает дешевле, так как покрытие не столь значительно, как то, что требуют кредиторы. Впрочем, субподрядчик будет выступать в роли бенефициара покрытия, предоставленного проек-

ной компанией. Вот список основных страховок, которые необходимо оформить на строительном этапе проекта.

«**Страхование подрядчика от всех рисков**» (CAR)<sup>1</sup>. Его также называют «Страхование с ответственностью строителя за все риски», или «Страхование от всех рисков, связанных со строительством и возведением зданий» (СРСВЗ). Применяется для соглашения о ПСС — о проектировании, материально-техническом снабжении и строительстве. CAR предназначено для компенсации материальных потерь или ущерба, нанесенного объектам, материалам и оборудованию на строительной площадке. Уровень покрытия рассчитывается на основе их восстановительной стоимости. Страховые случаи включают большинство форс-мажорных обстоятельств: военные действия, пожары, природные катаклизмы, а также ущерб, нанесенный ошибками при проектировании, дефектными материалами или браком при производстве работ.

Главное исключение, которое не предполагает выплату всей суммы компенсации, — полное и одновременное разрушение строительной площадки (например, всей дороги или длинного трубопровода). Здесь может применяться страховое покрытие до «первого убытка» — размер покрытия должен быть достаточным для компенсации самого значительного из возможных убытков.

**Ответственность перед третьими лицами.** Также называется «ответственность за убытки потребителей». Страховка, как правило, приобретается совместно со «страхованием подрядчика от всех рисков» и служит для покрытия всех страховых случаев, связанных с требованиями третьих лиц о возмещении ущерба, причиненного в ходе реализации проекта. Поскольку данный вид страхования сравнительно недорог, то размеры покрытия обычно высокие.

**Задержка ввода в эксплуатацию.** Другое название — «предварительная компенсация упущенной выгоды». Она предназначена для компенсации ущерба проектной компании от потери прибыли или дополнительных расходов. Или, по крайней мере, расходов на выплату процентов по задолженности, постоянных операционных расходов плюс любых штрафов за завершение строительства после установленного срока. Страховка задержки ввода в эксплуатацию предполагает выплату определенной суммы за каждый день задержки в течение максимально установленного периода. Размер должен быть достаточным для покрытия максимально возможного срока задержки, вызванного потерей или ущербом, причиненным наиболее важному элементу проекта в самый неподходящий момент. Эту страховку оформляет тот же страхователь, что и полис CAR, поскольку убытки в двух этих случаях взаимосвязаны. Например, страховая компания может согласиться выплатить большую сумму, чтобы быстрее устранить ущерб (или, скажем, доставить запасные части по воздуху, а не по морю), для сокращения выплат по CAR.

Покрытие CAR дорогое, оно может удвоить стоимость страховки строительного этапа и стать самым трудноразрешимым вопросом для участников ГЧП. Кредиторам потребуется более высокий размер покрытия, чему спонсоры могут воспротивиться, ссылаясь на величину расходов.

---

<sup>1</sup> Contractor's All Risks (англ.).

Теоретически государственным органам не надо указывать CAR в качестве обязательной страховки по соглашению о ГЧП, поскольку потеря дохода проектной компанией по сравнению с восстановлением материальной составляющей объекта не имеет значения — с точки зрения компании. Но, вероятно, ей придется учитывать это, если невозможность оформления страховок, включая CAR, является форс-мажорным обстоятельством по соглашению о ГЧП (см. § 12.4.8).

**Форс-мажорные обстоятельства.** Покрытие по страховке от форс-мажорных обстоятельств (обратите внимание: в данном случае форс-мажорные обстоятельства не связаны напрямую с определением форс-мажорных обстоятельств в соглашении о ГЧП — см. § 15.7) позволит проектной компании выполнять обязательства по обслуживанию долга, если объект останется незавершенным или будет завершен с опозданием вследствие форс-мажорных обстоятельств, не причинивших непосредственного ущерба объекту (для этого используется страховка CAR), таких как:

- природные катастрофы, происходящие вдали от площадки проекта, включая ущерб при перевозке или на территории поставщика (когда это не покрывает страховка CAR);
- забастовки и т. д., но это не относится к проектной компании и ее работникам;
- любые другие причины, которые участники проекта не в состоянии контролировать (например, ущерб, нанесенный средствам сообщения и транспортировки третьих лиц), за исключением убытков, вызванных банкротством и отказом выполнять свои обязательства.

В действительности страховку от форс-мажорных обстоятельств можно использовать для покрытия любых значительных пробелов в страховке CAR. Также существует страховка, которая может служить для покрытия риска выявления случаев скрытого загрязнения или наличия токсичных отходов на строительной площадке. А еще можно оформить страховку от «недобросовестности», которая служит для покрытия обязательств субподрядчика по возмещению ущерба (выплата штрафа за наличие скрытых дефектов), вызванного низким качеством строительных работ после завершения строительства (см. § 14.7.4).

### § 12.4.3. Страховки, которые оформляются на этапе эксплуатации

Они по сути сходны с теми, что оформляются на этапе строительства.

**Страхование от всех рисков.** Проект страхуется от физического ущерба. Размер покрытия обычно равен восстановительной стоимости объекта. Его можно разделить на имущественное страхование (материальный ущерб) и страхование от поломки оборудования (его также называют страхованием котельного и машинного оборудования), когда речь идет о перерабатывающем производстве.

**Ответственность перед третьими лицами.** Страховка сходна с той, что оформляется на этапе строительства. Впрочем, риск могут брать на себя

государственные органы, если это обеспечивает эффективное расходование средств (см. § 15.2.4).

**Приостановление деятельности.** Эквивалент страховки CAR для этапа эксплуатации (а значит, ее предоставляет тот же страхователь, что страхует от всех рисков). И здесь масштаб должен быть достаточным для покрытия убытков (или, по крайней мере, процентов, любых штрафов и постоянных операционных расходов) во время максимального периода приостановки деятельности, который может быть вызван необходимостью замены ключевых физических составляющих проекта. Как и в случае с CAR, переговоры нелегкие, возникают те же вопросы относительно масштаба требований, которые государственные органы должны предъявлять, или принятия любого риска неудачи для получения выплаты по этой страховке.

**Приостановление деятельности из-за постороннего влияния.** (Также называют «Приостановление деятельности из-за действий поставщиков или покупателей».) Эквивалент страховки от форс-мажорных обстоятельств на этапе эксплуатации защищает проектную компанию от форс-мажорных обстоятельств, затрагивающих территорию третьих лиц, которые оказывают опосредованное влияние на проектную компанию. Государственные органы могут посчитать, что в ней нет необходимости или ее приобретение экономически неоправданно для некоторых проектов ГЧП (например, дорожных и транспортных — с крупномасштабными объектами), и предпочтут ряд связанных страховок от материального ущерба через проектную компанию. В таких случаях госорганы продолжают отвечать за страхование от любого материального ущерба (но не приостановление деятельности) или за предоставление проектной компании компенсации при материальном ущербе, который иначе был бы застрахован.

Следует отметить, что страховки, приобретаемые на этапе эксплуатации (вероятно, за исключением тех, что действуют в первый год эксплуатации), невозможно заранее организовать или определить размер их премий. О связанных с этим рисках речь пойдет далее.

#### § 12.4.4. Франшиза

Все эти виды страховок предполагают наличие франшизы (франшиза — часть ущерба, не выплачиваемая компанией при наступлении страхового случая). Простая арифметика — чем выше размер франшизы, тем ниже стоимость страховки. Проектная компания может попытаться относительно увеличить размер франшизы. Строительный субподрядчик попытается сделать франшизу по CAR как можно меньше, чтобы ограничить свою ответственность за незастрахованные убытки. Кредиторы также попытаются уменьшить размер франшизы, чтобы снизить свой риск. Чем ниже франшиза, тем выше стоимость страховки, а это так или иначе отражается на величине платы за услуги. В этом случае государственным органам приходится приводить в равновесие возросшую стоимость и возросший риск, а следовательно, искать компромиссы между проектной компанией и кредиторами.

### § 12.4.5. Риск превышения расходов на выплату страховой премии

В последние годы стоимость страхования выросла, и некоторые компании, связанные с давними проектами, пострадали от роста премий на величину больше ожидаемой. Выплата страховой премии может стать одним из самых значительных рисков, которые остаются у проектной компании, тогда как остальные переносятся на субподрядчиков. Когда участники конкурса сообщают в заявках о готовности взять на себя риск значительного (превышающего уровень инфляции) роста страховых расходов на этапе эксплуатации путем создания солидных резервов, то, возможно, расходование средств будет более эффективным, если этот риск примут на себя и государственные органы. В таком случае:

- Можно установить фиксированный коридор изменения стоимости страхования, и проектная компания будет нести риски, связанные с увеличением этой стоимости, или получать выгоды от ее снижения. Впрочем, предпочтительней скользящая шкала, в которой при увеличении (или сокращении) страховых премий государственные органы платят (или получают) большую часть, поскольку это побуждает проектную компанию не терять контроль над расходами.
- Любое увеличение расходов на выплату премий, относящихся к отчету об убытках самой проектной компании, необходимо исключить из любых схем распределения риска.
- Подобные меры по распределению риска, связанного с увеличением страховых премий, следует применять только в страховании материального ущерба и, вероятно, приостановления деятельности. Хотя госорганы и не получают выгоды в последнем случае, она составляет значительную часть от общего числа страховых премий, а создание солидного резерва для компенсации роста расходов от приостановки деятельности нельзя считать эффективным использованием средств государственными органами.

### § 12.4.6. Нестраховые риски

Иногда нет возможности получить одну или несколько согласованных с государственными органами страховок, необходимых для проектной компании, поскольку их стоимость столь высока, что выплата премий не имеет смысла. Или же могут появиться ограничения на условия или размеры покрытия. Так, ГЧП в сфере строительства тюрем одно время испытывало сложности подобного рода. Но это бывает результатом проблем, затрагивающих весь рынок страхования. Пример нестраховемого риска — террористический акт.

В таких случаях государственные органы могут согласиться на то, чтобы проектная компания продолжала работу без оформления необходимых страховок, в первую очередь касающихся материального ущерба и ответственности перед третьими лицами, хотя кредиторы будут настаивать на страховании от приостановки деятельности. Доводы в пользу оформления страховок государственными органами не являются весомыми, поскольку приносят им лишь косвенную выгоду. Здесь можно привести тот же аргумент, что и с риском

увеличения стоимости страховой премии. И в этом случае реализация проекта может продолжаться, но если государственные органы не пожелают этого, то соглашение о ГЧП досрочно прекращается по форс-мажорным обстоятельствам (см. § 15.7). Если госорганы все-таки станут покрывать нестрахуемые риски, то необходимо уменьшить плату за услуги на величину, равную экономленной проектной компанией на выплате премий (оценивается величина с помощью базового сценария).

Очень трудно точно установить, насколько тот или иной риск нестрахуемый. Понятно, если страховку совершенно невозможно получить, тогда риск является нестрахуемым, но, к примеру, может ли значительное увеличение франшизы привести к тому, что объект станет нестрахуемым? Или в какой момент рост премии окажется настолько большим, что страхование потеряет смысл? (Особенно если существует механизм распределения риска, связанного с увеличением страховой премии.) Единственный реальный способ доказать, что риск нестрахуемый, — найти лиц, занимающихся эксплуатацией аналогичных объектов, которые прекратили страховаться, но эти объекты могут находиться в управлении государственного сектора, а не ГЧП и в любом случае заниматься самострахованием.

Если риск нестрахуемый, то сам факт позволяет переложить его на государственные органы в тот момент, когда, предположительно, игроки на рынке страхования считают, что риск очень велик. А значит, необходимо тщательно выбирать для них побудительные мотивы.

### § 12.4.7. Контроль за страховыми поступлениями

Страховку для возмещения материального ущерба кредиторы могут попытаться направить на выплату долга, а не на восстановление объекта. Это так называемая возможность удрать. Вряд ли она соответствует реальному положению дел.

- Даже если на площадке один объект, едва ли он разрушен полностью. Это еще менее вероятно, если он расположен на нескольких площадках или имеет определенную протяженность в пространстве, как, например, дорога. В таких случаях страховой выплаты недостаточно для выплаты всего долга, только если он не появился на заключительной стадии проекта.
- Страхователь может потребовать восстановления объекта в качестве условия выплаты страховки.
- Страховки CAR и ПД применяются только для покрытия материального ущерба и восстановления объекта. Не годится практика, когда кредиторы просят о выплате CAR и ПД и хотят выйти из проекта.
- Государственные органы должны убедиться, что страховые поступления идут на восстановление объекта, а не на сокращение долга.

Тем не менее кредиторы могут получить такое право, если докажут, что после проведения восстановительных работ объект перестанет быть экономически жизнеспособным. (Понятие экономической жизнеспособности — предмет долгих переговоров, но самый очевидный критерий относится к LLCR.) В любом слу-

чае кредиторы следят за использованием страховых поступлений (см. § 12.2.4), государственные органы также могут в этом участвовать. В принципе любые платежи для покрытия потерь дохода (то есть выплаты по страховым полисам CAR и ПД) находятся под контролем кредиторов, так же как и использование общих доходов проектной компании. Они распределяются по каскадной схеме, и государственные органы не имеют права контролировать эти платежи. Впрочем, госорганы могут усилить каскадную схему специальным требованием. А именно: эти поступления должны идти на поддержание работы объекта (если это возможно), а не на выплату дивидендов. Выплаты будут производиться, если страхователь увидит, что проектная компания действительно стремится возобновить хозяйственную деятельность. Здесь важна оперативность, с которой государственные органы реагируют на планы по восстановлению объекта.

Выплаты при страховании ответственности перед третьими лицами обычно производятся в пользу этих лиц. Государственные органы контролируют разбирательство об ответственности за ущерб перед третьими лицами, если оно может создать прецедент для подачи подобных исков в отношении государственных объектов, не связанных с ГЧП. Это потребует проведения переговоров со страховщиком, который обычно контролирует такие процессы.

#### § 12.4.8. Требования, предъявляемые кредиторами

Поскольку страховка — важная часть политики кредиторов по обеспечению возврата выданных средств, надо получить их одобрение по условиям оформления полисов и кредитоспособности страхователя. У государственных органов есть аналогичные требования по защите своих интересов. У кредиторов также есть несколько особых требований, которые они считают необходимым включить в договор страхования для должной защиты своих интересов (эти положения называются «условиями банка»).

**Дополнительно застрахованное лицо.** Банк-агент кредиторов или доверительный управляющий обеспечением указывается в страховом полисе как дополнительно застрахованное лицо (или сострахователь). Кредиторы рассматриваются, как если бы они были застрахованы по отдельному полису, поскольку они являются дополнительно застрахованными лицами, но не несут никаких обязательств (например, по выплате премий). Другие участники, имеющие собственный интерес в проекте (строительный субподрядчик и государственные органы), также могут указываться в качестве дополнительно застрахованных лиц. Если это невозможно, то интересы кредиторов должны быть указаны в страховом полисе, желательно в пункте о подлежащих оплате убытках.

**Делимость.** Полисы составляются так, чтобы обеспечить отдельной страховкой каждое страхуемое лицо.

**Внесение изменений и аннулирование полиса.** Страхователь обязан заблаговременно уведомлять кредиторов о предполагаемом аннулировании или внесении существенных изменений в полис и соглашается с тем, что в полис нельзя вносить изменения без согласия кредиторов. (Государственные органы могут получить аналогичные права.)

**Случаи невыплаты премий.** Страхователь соглашается уведомлять кредиторов о случаях невыплаты премий. В качестве дополнительно застрахованного лица у кредиторов есть возможность, но не обязанность выплачивать премии, если проектная компания этого не делает (и данное право можно применить к государственным органам).

**Получатель страхового возмещения.** Единственным получателем страхового возмещения является банк-агент кредиторов или доверительный управляющий обеспечением, когда речь заходит о покрытии убытков и ущерба (либо единственным получателем сумм, превышающих установленный размер возмещения, при этом меньшие суммы причитаются проектной компании). Это положение называется оговоркой об убытке, подлежащем оплате. (Впрочем, при страховании ответственности перед третьими лицами выплаты производятся в пользу пострадавшей стороны.) В некоторых странах это положение дает кредиторам право возбуждать дело непосредственно против страхователя, но в любом случае передача прав на страховые полисы — часть политики, которую кредиторы проводят для защиты выданных ими кредитов.

**Отказ от суброгационных прав.** Страхователь отказывается от права на предъявление претензий в порядке суброгации к кредиторам. Согласно законодательству об общем страховании, страхователь, платящий в соответствии с условиями страхового полиса, может рассчитывать на часть суммы, которую впоследствии возмещают кредиторы. Кредиторы считают возврат средств в этом случае неприемлемым до тех пор, пока не выплачены все долги.

**Признание действительным.** Кредиторы стремятся включить в страховой полис условие о нарушении гарантийных обязательств (его также называют условием о нарушении какого-либо положения). В нем говорится: если другое застрахованное лицо попытается лишить страховку юридической силы, то есть сделать ее недействительной (например, в результате сокрытия важной информации), то это никак не затронет покрытие, выплачиваемое в пользу кредиторов. Переговоры со страхователем по данному вопросу бывают очень трудными, поскольку это означает, что у него появятся дополнительные, не совсем обычные обязательства. На самом деле, если спрос на страховые услуги превышает предложение, то не всегда можно добиться согласия от страховщика, и в таком случае консультант по страхованию говорит кредиторам, что выбора нет — им придется отказаться от этого условия.

Иногда есть возможность получить отдельное покрытие для данного риска, в некоторых странах этого можно добиться, если в полисе указать кредиторов в качестве дополнительно застрахованных лиц и включить в него положение о делимости, снабжая кредиторов прямыми правами, которые не могут пострадать от действий других застрахованных лиц.

## § 12.5. Случаи неисполнения обязательств

Кредиторы, занимающиеся проектным финансированием, не хотят ждать в бездействии, пока у проектной компании не останется средств на обслуживание долга. Поэтому они определили ряд условных событий, которые дают им



право на принятие мер. Они называются «случаями отказа от исполнения обязательств». После отказа от исполнения обязательств компания больше не сможет управлять проектом без участия кредиторов. Следует отметить, что такие случаи сами по себе не ведут к неисполнению обязательств, то есть к прекращению финансирования, позволяющего кредиторам присвоить обеспечение по кредитам. Для этих мер требуется четкое решение, которое кредиторы принимают после возникновения случаев неисполнения обязательств. Но угроза перехода к конкретным действиям — рычаг, с помощью которого кредиторы обеспечивают себе право искать решение проблемы совместно с проектной компанией, субподрядчиками и государственными органами. Ряд проблем (неплатежеспособность, банкротство и т. д.) возникают и при финансировании за счет средств компании, но другие характерны именно для проектного финансирования. Например:

- возросшие издержки или задержка завершения проекта (после предельной даты);
- неспособность завершить проект или любой отказ от выполнения обязательств по соглашению о ГЧП;
- снижение ADSCR ниже определенного уровня. В соответствии с базовым сценарием среднее значение ADSCR может равняться 1,20:1, значение распределительного блока (см. § 12.2.5) — 1,10:1, а значение «коэффициента неисполнения обязательств» — 1,05:1. Как и в случае с распределительным блоком, здесь существует проблема целесообразности использования прогнозных коэффициентов;
- аналогичное снижение LLCR, что означает серьезную угрозу способности проектной компании выплачивать долги на протяжении всего срока ее существования.

После наступления «случаев отказа от исполнения обязательств» кредиторы могут действовать по-разному — их выбор зависит от текущего этапа проекта:

- отказаться признавать (то есть проигнорировать) наступление «случаев отказа от исполнения обязательств»;
- отказать в предоставлении средств, если проект все еще находится на этапе строительства;
- потребовать, если проект уже перешел на этап эксплуатации, чтобы весь чистый поток денежных средств был направлен на сокращение задолженности либо накапливался на отдельном резервном счете или на счете условного депонирования под контролем кредиторов, а не распределялся среди инвесторов;
- присвоить обеспечение по кредитам.

После наступления «случаев отказа от исполнения обязательств» кредиторы получают свободу выбора — могут предпринять любое из этих действий. Проектная компания также может обратиться к кредиторам с просьбой об отказе или внесении поправок в определенный пункт документации по финансированию, чтобы он не стал одним из первоочередных случаев отказа от исполнения обязательств.

При наличии банковского синдиката или группы держателей облигаций, предоставившей кредит, необходимо разработать процедуру принятия решений, чтобы недобросовестный кредитор не смог выступить в одиночку против проектной компании, пока все остальные пытаются найти решение. (Случается, мелкий кредитор, угрожая мерами против проектной компании, тем самым шантажирует крупного, чтобы тот выкупил его долю.) Банку-агенту или доверительному управляющему обеспечением нужны от кредиторов четкие инструкции. Поэтому прежде всего кредиторам необходимо выработать механизм принятия решений. Проектная компания также стремится обезопасить себя от действий одного или двух враждебно настроенных кредиторов, чтобы они не смогли диктовать свои условия вопреки мнению большинства.

## § 12.6. Проблемы в отношениях между кредиторами

При наличии одного кредитора или группы кредиторов — участников синдиката все ясно: они держат обеспечение и обязательства проектной компании при помощи своего банка-агента (или доверительного управляющего обеспечением) и коллективно принимают решения. А проектная компания ведет с ними дела посредством собственного агента или доверенного лица. В отношениях между собой кредиторы принимают решения на основе голосования, причем голоса распределяются согласно их участию в кредите. Впрочем, редко все оказывается просто. При наличии разных групп, старших кредиторов и кредиторов, занимающих подчиненное положение, других лиц, владеющих финансовыми обязательствами, поставщиков свопа — переговоры бывают сложными. Хотя проектная компания не имеет непосредственного отношения к переговорам кредиторов, она заинтересована в их эффективности, а значит, ей следует быть в курсе дел при рассмотрении основных финансовых показателей в конкурсной заявке. Каждая группа предоставляет отдельный кредит или другую финансовую документацию проектной компании, но также надо определить порядок совместной работы, иначе компания окажется между двух огней, а проект станут рвать на части. Обычно необходимый порядок устанавливают с помощью соглашения об общих условиях, в соответствии с которым, помимо раздела обеспечения, стороны определяют единые подходы. Например, каскадную схему распределения потока кассовой наличности (см. § 12.2.3), порядок внесения поправок и отклонения кредитной документации, согласование изменений, вносимых в проектные соглашения.

Далее речь о том, что определенные виды финансовых обязательств могут вести к возникновению проблем.

### § 12.6.1. Поставщики свопов процентных ставок

Если своп процентной ставки предоставляют все кредиторы — участники банковского синдиката пропорционально их участию в кредитовании, то нет необходимости в создании особого механизма контроля. Но если, как это обычно

и бывает, своп предоставляют один или два банка (они либо открывают у себя счет, либо выступают в роли фронтирующего банка — см. § 11.2.8), то необходимо продумать вопросы, касающиеся их права голоса и доли в обеспечении относительно других участников синдиката. Поскольку их расходы, связанные с досрочным прекращением свопа в каждый отдельный момент времени, не прогнозируются (они могут быть и нулевыми, если процент изменяется в нужном направлении), степень их риска (если он есть) при отказе проектной компании от исполнения своих обязательств нельзя определить заранее. Теоретически поставщик свопа может захотеть, чтобы количество имеющихся у него голосов в синдикате равнялось соотношению расходов на досрочное погашение долга к остатку долга на момент голосования. Такая неопределенность неприемлема для других кредиторов. Часто в результате получается следующее:

- поставщик свопа не участвует в голосовании по отказам и поправкам (поставщик свопа, как правило, также является банком-кредитором, а значит, имеет право голоса в этих случаях);
- поставщик свопа может расторгнуть своп-сделку, только если проектная компания отказывается исполнять определенные виды обязательств (в случае неплатежей и несостоятельности);
- после определения размера обязательств в связи с прекращением сделки число голосов на голосовании по взысканию задолженности устанавливается в соответствии с размером обязательств.

Поэтому предложения о заключении своп-сделок на открытом рынке обычно невыгодны — поставщику свопа, одновременно не являющемуся кредитором проектной компании, нелегко вписаться в систему контроля и обеспечения возврата кредитов. Необходим другой путь создания ценовой конкуренции при заключении своп-сделок (см. § 11.2.8).

Впрочем, после определения количества голосов поставщик свопа получает право на соответствующую часть штрафа за досрочное расторжение своп-сделки.

### § 12.6.2. Кредиторы, выдающие кредит под твердый процент

При отказе проектной компании исполнять свои обязательства кредиторы, выдающие кредит под твердый процент, оказываются в том же положении, что и поставщики свопа. Они могут рассчитывать на средства из штрафа за досрочное погашение кредита. Это не дает им дополнительных голосов, но учитывается при определении причитающейся им доли взысканных с компании средств.

И все же проблема заложена, если соглашение с кредитором содержит положение о возврате в первоначальное состояние (см. § 11.2.12), а соглашение с другими кредиторами (которые предоставляют кредиты с плавающей ставкой) не содержит его. Это причина несоответствия размера обязательств по отношению к действительной величине невыплаченных кредитов.

### § 12.6.3. Кредиты, индексируемые с учетом инфляции, или свопы

Эта проблема становится более актуальной, если одни кредиторы являются поставщиками индексируемых кредитов или инфляционных свопов, а другие — нет. Расхождение между относительной величиной невыплаченных кредитов и действительной величиной обязательств может в таких случаях увеличиваться (см. § 11.3.8, 11.3.9). Очень трудно организовать структуру финансирования, где сочетались бы кредиты с плавающей и фиксированной ставкой от разных групп кредиторов.

### § 12.6.4. Кредиторы второй очереди

Мезонинный долг могут предоставлять третьи лица, не связанные ни со спонсорами, ни с остальными инвесторами (см. § 9.6). Обычно он обеспечивается второй закладной или использованием обеспечения кредиторов с преимущественным правом требования. Это порождает ряд сложных вопросов в отношениях между кредиторами.

**Очередность использования средств.** Кредиторы с преимущественным правом могут потребовать, чтобы проектная компания использовала средства из мезонинного долга в первую очередь, как это происходит с фондом акционерного капитала — на пропорциональной основе. А здесь кредиторы с преимущественным правом захотят, чтобы для использования средств мезонинного долга выполнялся очень ограниченный список требований и делалось это так, чтобы кредиторы второй очереди не могли самостоятельно осуществить право на отказ от использования средств (см. § 12.2.2).

**Каскадная схема распределения средств.** В принципе выплата мезонинного долга происходит по этой схеме перед выплатой дивидендов инвесторам, а значит, он выплачивается при наличии достаточного количества средств, оставшихся после выплаты долга первой очереди. Но не придется ли сначала наполнить резервные счета кредиторов первой очереди, а потом выплачивать долг кредиторам второй очереди? И можно ли блокировать выплаты долга второй очереди, как это происходит с выплатой дивидендов (см. § 12.2.5)?

**Отказ от исполнения обязательств и возврат кредита.** Кредиторы второй очереди понимают, что при отказе проектной компании от исполнения обязательств они получают свои деньги только после кредиторов первой очереди. Но если у проекта начнутся проблемы, а средств будет хватать только для выплаты долга кредиторам первой очереди, то кредиторы второй очереди способны выбрать тактику «ни вашим, ни нашим». Им нечего терять, и они вполне могут развалить проект, если им не вернут часть стоимости. Поэтому во избежание опасности кредиторы первой очереди ограничивают права кредиторов второй очереди следующими способами:

- Кредиторам первой очереди нужна свобода внесения изменений в условия предоставления кредита, включая график погашения и процентную ставку, а также возможность увеличения долга с преимущественным правом требования, если у проекта начнутся проблемы. Это ухудшает положение кре-

диторов второй очереди. В качестве компромисса предлагается ограничить размер дополнительного долга или других расходов, которые можно включить в сумму долга с преимущественным правом погашения на разных этапах существования проекта.

- Любые поправки к проектным соглашениям согласовываются с кредиторами первой очереди. Обычно они хотят свободно вносить поправки без вмешательства кредиторов второй очереди, если только это не приведет к увеличению суммы долга с преимущественным правом погашения.
- Кредиторы второй очереди хотят иметь право взимать задолженность в случае невыплаты долга в соответствии с графиком погашения. Кредиторы первой очереди не могут помешать им взимать долги. Обычно предлагают компромиссный вариант: кредиторы второй очереди ждут, скажем, полгода после отказа проектной компании от выполнения обязательств, а потом начинают действовать. (И конечно, их действия вызовут ответные действия кредиторов первой очереди, которые будут стремиться первыми вернуть свои кредиты.)

#### § 12.6.5. Кредиторы, предоставляющие субординированные кредиты

Они по своему статусу отличаются от кредиторов второй очереди. Предоставление субординированного кредита инвесторами — альтернативный вариант инвестирования капитала в проектную компанию (см. § 7.3.3). Инвесторам не стоит ждать, что изменение формы инвестиций даст им новые права. Кредиторы первой очереди потребуют согласия с тем, что они не имеют права на обеспечение, не могут предпринимать самостоятельных действий для возврата долга или каким-либо иным способом препятствовать кредиторам первой очереди, пока те полностью не возместят свои кредиты.

# Часть V

## Глава 13. Схема начисления платы за услуги

### § 13.1. Введение

В этой главе рассматриваются вопросы, касающиеся схемы начисления платы за услуги:

- объем услуг (§ 13.2);
- структура оплаты услуг (§ 13.3);
- схема начисления платы за услуги, основанная на:
  - возможности использования объекта или спросе на него (§ 13.4);
  - готовности объекта или услуг, связанных с ним (§ 13.5);
  - смешанном использовании объекта или его готовности (§ 13.6);
- доходы третьих лиц (§ 13.7).

### § 13.2. Предмет соглашения

Предварительный вопрос — что необходимо включить в соглашение о ГЧП? Между проектами существуют принципиальные различия. В дорожных проектах большая часть, если не все услуги (устранение последствий аварий, ремонт и текущее содержание), обычно указывается в соглашении. В проектах строительства больниц набор услуг сильно различается в зависимости от того, идет ли речь о медицинском оборудовании или об оказании клинических услуг.

Мы уже приводили доводы в пользу распределения затрат на весь период жизненного цикла объекта при оценке заявок на участие в конкурсе (см. § 2.8), но в связи с этим существуют следующие вопросы:

- Как государственные органы будут взаимодействовать с объединением участников конкурса, где есть сильные и слабые партнеры: например, мощная строительная компания-субподрядчик, но слабая компания, занимающаяся эксплуатацией и содержанием объекта. Или такой вариант: привлекательный пакет финансовых услуг, но невыгодное соглашение о субподряде?

- Всегда ли разработкой проекта должны заниматься участники конкурса (см. § 6.6.1, 14.7.3)? Когда речь о простом проекте, где почти не требуются инновации (см. § 2.9.5), государственные органы находятся в равном положении с остальными участниками в смысле подготовки проекта, что ускоряет и удешевляет проведение конкурса. Участники, разумеется, могут его усовершенствовать (этот подход применяется, например, в Чили при строительстве платных дорог — см. список литературы).
- Оставлять ли финансовые вопросы на усмотрение участников конкурса? Соревнование в привлечении финансирования (см. § 16.2) фактически позволяет разделять финансы на стадии конкурса, а привлечением средств при помощи займов может заняться сам государственный сектор, и этот пункт будет исключен из пакета документов для участия в конкурсе (см. § 17.4). Снова встает вопрос о пользе «финансовых посредников» на рынке ГЧП (см. § 7.2.1).
- Включать ли услуги по текущему содержанию объекта в соглашения о ГЧП?

Наиболее общие из этих «разукрупненных» вопросов, вероятно, относятся к оказанию услуг по текущему содержанию объекта. В соглашение о ГЧП можно включить два типа услуг: текущее техническое обслуживание объекта — зданий и оборудования — и текущее содержание объекта, куда входят уборка, снабжение, охрана и т. д. Текущее техническое обслуживание — неотъемлемая часть соглашения, поскольку она основана на договоренности о строительстве и приведении объекта в рабочее состояние с соблюдением всех положений договора. Текущее содержание в меньшей степени связано с соглашением о ГЧП. Доводы в пользу включения условий текущего содержания объекта таковы:

- Участники конкурса учтут требования к текущему содержанию объекта при подготовке к конкурсу и разработке проекта (см. § 2.8).
- Данные условия устраняют риск несоответствия требованиям соглашения. Например, проектная компания не сможет оправдать неготовность объекта к эксплуатации тем, что компания, занимающаяся текущим содержанием, не участвует в договоре о ГЧП.
- Это дает государственным органам универсальную возможность обмена информацией и решения всех вопросов, касающихся услуг в отношении объекта.

В качестве противовеса выдвигаются следующие утверждения:

- Размер вычетов из суммы платежей за предоставление некачественных услуг (см. § 13.5.2) ограничен. Уровень оплаты за текущее содержание объекта не позволяет ожидать, что субподрядчик примет на себя не соответствующую финансовым последствиям ответственность за оказание некачественных услуг. Например, штраф не может превышать годовой размер платы за текущее содержание объекта, определенного в договоре о субподряде.
- Именно с непосредственными результатами текущего содержания объекта приходится иметь дело потребителям услуг и широкой публике, и в этом случае некачественная работа субподрядчика отрицательно влияет на мнение о ГЧП в обществе.

- Текущее содержание объекта требует привлечения большинства сотрудников, а значит, и поднимает трудные вопросы, касающиеся перехода сотрудников из государственного сектора в частный (см. § 2.13).
- Требования государственных органов к текущему содержанию объекта могут со временем существенно поменяться, и, следовательно, соглашение о субподряде на текущее содержание объекта не может быть долгосрочным по причине негибкости.
- Субподрядчики неохотно заключают договоры на длительный срок из-за трудностей, связанных с расчетом будущих расходов.
- Наличие положений о сопоставительном анализе цен или исследовании рынка (см. § 11.3.13) по сути отделяет соглашение о субподряде на текущее содержание объекта от остальной части соглашения о ГЧП и не дает повода для их объединения.

Исключение текущего содержания объекта из договора не означает, что эти услуги не способна оказывать частная компания, поскольку она может это делать по отдельному договору, как сторонняя организация (см. § 1.5). Если эти услуги не включены в соглашение о ГЧП, то едва ли это облегчит определение критериев качества, так как в первую очередь относится к техническому обслуживанию. Итак, если речь идет об относительно простом проекте по строительству здания, то вряд ли нужно включать текущее содержание объекта в соглашение о ГЧП. Государственные органы, вероятно, только выиграют от большей гибкости, которую дают отдельные договоры по оказанию подобных услуг. Впрочем, если объект сложный, тогда есть смысл в передаче частным компаниям всего риска, связанного с восприятием объекта потребителями.

И чтобы довести рассуждения о разделении услуг до логического завершения, государственные органы могут создать собственную проектную компанию, а затем каждый раз искать поставщиков для отдельных составляющих этих услуг с помощью системы государственных закупок и оплачивать их по отдельности, о чем речь пойдет в § 17.2.2.

### § 13.3. Структура оплаты

В § 10.7 мы обсудили, как создается базовый график выплат и размеры оплаты.

Вне зависимости от типа соглашения о ГЧП доходов должно хватать для покрытия:

- операционных расходов;
- обслуживания долга и соблюдения коэффициентов покрытия, требуемых кредиторами;
- прибыли на капитал.

Это зависит от срока действия соглашения о ГЧП (§ 13.3.1) и графика платежей (§ 13.3.2). Также надо учитывать влияние проектных издержек и инфляции при структурировании доходов от платы за услуги (см. § 11.3). Необходимо принимать в расчет и условия внесения платы за услуги:



- доход на этапе строительства (§ 13.3.3);
- влияние задержки завершения строительства (§ 13.3.4);
- взносы государственных органов на приобретение основного капитала (§ 13.3.5);
- выплаты расходов на приобретение основного капитала в пользу государственных органов (§ 13.3.6);
- выплаты дохода в пользу государственных органов (§ 13.3.7).

### § 13.3.1. Условия соглашения

С точки зрения элементарной арифметики чем больше срок действия соглашения о ГЧП, тем ниже уровень платы за услуги. Если государство хочет сделать плату за услуги как можно меньше, то следует заключать договор на самый длительный срок. Например, при стоимости проекта 1000 и финансировании за счет средств, взятых под 8% годовых на 15 лет, ежегодные платежи для обеспечения дохода должны составлять 117, а на срок более 30 лет — 89. Впрочем, следует помнить, что чем дольше действует соглашение о ГЧП, тем больше срок финансирования частного сектора по сравнительно высокой цене, а значит, любая ежегодная экономия от удлинения срока действия соглашения — иллюзия. В приведенном примере общая (недисконтированная) сумма платежей за 15 лет составит 1752, а более чем за 30 лет — 2665. Получается, что размер оплаты за следующие 15 лет будет на 50% выше.

Естественным ограничением срока действия соглашения о ГЧП является срок существования объекта, который входит в предмет соглашения. Но, например, у дороги нет срока существования, поскольку ее постоянно обновляют, а здания не имеют очевидного или определенного срока службы. И срок эксплуатации объекта на это почти не влияет. С другой стороны, если у объекта очень короткий срок существования (особенности технологии), то ГЧП в любом случае подойдет для его строительства и эксплуатации (см. § 2.12). Поэтому основными факторами, которые необходимо учитывать при выборе подходящего срока для соглашения о ГЧП, являются следующие:

- *Обоснованная стоимость.* Если срок действия соглашения о ГЧП очень короткий, плата за услуги будет чрезмерно высокой. И для потребителей в случае с концессией, и для государства, когда речь идет о проекте по типу PFI.
- *Преимущества от распределения стоимости объекта на весь срок его существования.* Если срок действия соглашения о ГЧП короткий, то преимущества от распределения стоимости проектирования и расходов на проведение конкурса (см. § 2.8) исчезают.
- *Срок, на который предоставлен кредит.* Срок выплаты кредита, который хотят предложить кредиторы (см. § 10.5.1), может определить максимальный срок действия соглашения. Интервал между окончательной выплатой долга и завершением срока действия договора (см. § 10.5.4) невыгоден с экономической точки зрения.

- *Материальная выгода от увеличения срока действия соглашения в абсолютном выражении.* Например, в приведенном выше случае увеличение срока с 15 до 30 лет снижает величину ежегодных выплат из государственного бюджета со 117 до 89, но при этом увеличивает общую сумму выплаты. Если бы срок увеличился до 35 лет, то ежегодный платеж составил бы 85, то есть предельная выгода при каждом увеличении срока и снижении годовой оплаты постоянно бы уменьшалась.
- *Гибкость в долгосрочном периоде* (см. § 2.12). Данный фактор, вероятно, самый важный при определении срока действия соглашения о ГЧП. Государственным органам нет особого смысла ради небольшой ежегодной экономии на платежах заключать соглашение о ГЧП, которое будет не так легко изменить, если требования станут другими.
- *Цикл технического обслуживания объекта.* Например, хотят ли государственные органы получить объект вскоре после проведения капитального ремонта или, скажем, после того, как пройдет половина цикла капитального ремонта (см. § 15.11)?

Если речь о концессии, можно указать фиксированную величину платы за услуги, а потом дать возможность участникам конкурса предлагать в заявках сроки действия договора (см. § 6.3.6).

### § 13.3.2. График платежей

График платежей также очень важен. У государственных органов, по-видимому, есть соблазн сдвигать крупные выплаты ближе к концу. Тогда сегодняшняя стоимость незначительна, а через 20 лет кто-нибудь другой будет заботиться о выплате более крупных сумм (см. § 5.4). Такое поведение делает проект ГЧП дорогим способом заимствования денег. В принципе, плата за услуги должна оставаться на одном уровне на протяжении всего срока действия соглашения. Проектная компания предоставляет те же самые коммунальные услуги на протяжении всего срока существования проекта, так что и оплата должна оставаться той же самой. Это связано с проблемой «справедливого отношения к будущим поколениям», чтобы наши дети не платили непомерную цену за те блага, что мы имеем сегодня.

И наоборот, инвесторы обычно предпочитают сдвигать крупные выплаты к началу графика платежей для увеличения IRR на собственный капитал. А это снизит их интерес к долгосрочным результатам проекта. Схема, по которой величина платы за услуги резко сокращается сразу после погашения кредитов, также неприемлема. Впрочем, принцип неизменной величины платы за услуги должен учитывать изменение уровня цен (см. § 11.3.4).

### § 13.3.3. Выплата дохода на этапе строительства

Государственным органам не следует платить за незавершенную работу, а это значит, что выплаты не начинаются до тех пор, пока объект не построен в соответствии с требуемыми стандартами. (Когда речь о концессии, то потребители

не станут платить, если не за что платить.) Впрочем, если проектная компания предоставляет какие-либо промежуточные услуги на этапе строительства, поскольку оно происходит в несколько этапов, тогда их можно оплачивать в разумных пределах (см. § 6.6.5). Промежуточные доходы также можно выплачивать, когда проектная компания начинает работать на действующем объекте. Например, в концессии, когда плата за дорогу уже взимается и компания использует эти поступления для частичного финансирования строительства. Применение любой подобной схемы увеличивает риски проектной компании, возникающие на этапе строительства (см. § 14.6.5). Одновременно встает вопрос об эффективном расходовании средств на приобретение основного капитала.

#### § 13.3.4. Задержка при завершении строительства

Промежуточные выплаты актуальны еще и потому, что плата за услуги выплачивается проектной компании только после завершения строительства. К тому же задержка отодвигает этап эксплуатации, а значит, еще больше сокращает доход инвесторов. И государственные органы могут понести потери от задержек, так как им придется организовывать новую схему для оказания услуги. Если такие дополнительные расходы прогнозируются и приблизительно оцениваются заранее, то на их покрытие в соглашении о ГЧП целесообразно определить размер неустойки для возмещения заранее оцененных убытков. Неустойка — не штраф, а справедливая, заранее согласованная оценка потерь, которые проектная компания понесет в результате задержки. Для их обеспечения можно использовать банковскую облигацию (банковскую гарантию). Максимальная предназначенная к выплате сумма обычно имеет верхний предел, то есть не бывает неограниченных задержек.

Проектная компания, вероятно, перенесет стоимость неустойки на строительную организацию-субподрядчика (см. § 14.7.1), которая, конечно же, принимает ее в расчет при назначении стоимости строительства. Таким образом, величина неустойки непосредственно влияет на эффективность расходования средств на протяжении всего срока соглашения, потому что дополнительные расходы придется покрывать дополнительной платой за услуги. Возможно, имеет смысл потребовать, чтобы участники конкурса подготовили два варианта заявки на договор о ГЧП — с учетом и без учета неустойки за задержку строительства. Так выявится наилучший вариант эффективного расходования средств. Может наступить и ситуация (иногда ее называют «истечением срока действия»), когда завершение строительства объекта откладывается на столь длительный срок, что государственные органы воспользуются правом расторжения соглашения. Если они назначили неустойку, то этот момент связан с завершением выплаты неустойки (или невыплаты).

В других случаях чем длиннее задержка, тем больше финансовое давление на проектную компанию, ее инвесторов и кредиторов, чтобы они разрешили эту неприятную ситуацию. Государственные органы предпочтут получить рано или поздно готовый объект, чем остаться без него вообще, и нет необходимости угрожать расторжением в случае задержки.

### § 13.3.5. Увеличение расходов на приобретение основного капитала

Увеличение расходов на приобретение основного капитала путем финансовых вливаний со стороны государственных органов снижает плату за услуги в долгосрочном периоде. Это удешевляет проект, реализуемый по типу PFI, и делает концессию рентабельнее. Источником вливаний может стать доход, полученный на этапе строительства, или выручка от продажи дополнительной земли, оставшейся в результате строительства нового объекта (см. § 14.5.9). Однако увеличение расходов на приобретение основного капитала ставит ряд вопросов, касающихся переноса риска (см. § 13.4.3).

### § 13.3.6. Выплаты по инвестициям в пользу государственных органов

В случае с концессией объект может быть уже частично построен на средства государства. Например, на определенном участке дороги уже собирают плату за ее использование. И этот участок включается в концессию, чтобы при помощи имеющегося дохода сделать проект более жизнеспособным, пока идет строительство нового участка. Инвесторы из частного сектора, учитывая величину дорожных сборов с действующего участка, могут снизить плату на новом участке дороги. Впрочем, госорганы могут заявить, что строительство прежнего участка оплачено из кармана налогоплательщика, а компенсации этих затрат нет. И потребовать от участников конкурса включить в свои заявки первоначальный единовременный платеж для покрытия издержек прошлого периода. Экономическая эффективность такого подхода сомнительна, и в итоге инвесторам придется брать больше кредитов по более высокой цене — по сравнению с размером долга государственного сектора, подлежащего замещению, — и переложить эти дополнительные расходы на пользователей дороги.

По последствиям это очень похоже на покупку франшизы для эксплуатации существующего объекта (см. § 3.5), но мотив здесь — польза для государственного бюджета. Без учета экономической эффективности. Платная дорога будет иметь бóльшую стоимость для государственных органов, чем для покупателя из частного сектора. Госорганы оценивают поток доходов при помощи дисконтирования с применением PSDR, тогда как покупатель проводит дисконтирование по более высокому проценту на капитал (что снова поднимает вопрос о том, должна ли PSDR отличаться от стоимости капитала для частного сектора — см. § 5.3.2). С другой стороны, если доходы от продажи франшизы позволяют государству выплачивать долги за средства, которые первоначально привлекались для оплаты объекта, то это улучшит кредитный рейтинг и снизит общую стоимость заимствований.

### § 13.3.7. Выплаты дохода в пользу государственных органов

Соглашение о концессии также может предполагать взимание «концессионной платы» в пользу государственных органов. Если она производится по скользящей шкале, которая зависит от степени использования объекта, то это разум-

ный способ участия государства в успешной реализации проекта (см. § 13.4.4). Хотя фактически он делает госорганы инвестором, но лишенным прав, которые имеют инвесторы для контроля над хозяйственной деятельностью.

С другой стороны, выплата фиксированной «концессионной платы» вызывает возражения, сходные с теми, что относятся к выплатае суммы исходного капитала государственным органам, о чем речь шла выше. И это реально неэффективный способ увеличения дохода государственного сектора, так как срок действия соглашения о концессии придется продлить, чтобы профинансировать эти дополнительные платежи.

### § 3.4. Платежи, основанные на степени использования объекта

Частные инвесторы стремятся перенести риск недостаточного спроса на объект:

- если услуги, созданные с их помощью, предлагаются на свободном рынке, например, можно сдать в аренду частной компании офисное здание;
- если государственные органы, получившие его в результате соглашения о ГЧП, примут решение о передаче объекта;
- если спрос на услуги будет стабильным, например в сфере транспорта.

Частные компании обычно не берут на себя риск недостаточного спроса, когда использование объекта зависит от действий государственных органов. Например, на начальном этапе развития PFI в Великобритании решили проверить, захотят ли инвесторы принимать на себя риск недостаточного спроса на тюрьмы, построенные в рамках ГЧП. Желающих не нашлось.

Если объект относится к категории недостаточного спроса и использования, то как же принимается решение? Дорогу можно построить с помощью концессии и напрямую взимать плату за ее использование. Или госорганы сделают это за счет скрытой платы, или они будут платить за готовность объекта к эксплуатации. Как выбрать между этими вариантами?

- Во-первых, госорганы изучают возможность строительства дороги с помощью концессии, предположительно, с некоторой финансовой поддержкой государства.
- Во-вторых, если госорганы хотят перенести риск использования, то прямое взимание платежей непрактично (например, вследствие недостаточного транспортного потока, сложных развязок или потому, что дорожные сборы сильно исказят показатели величины транспортного потока). Здесь надо изучить возможность применения скрытой платы.
- Кроме того, если перенос риска недостаточного использования непрактичен или неэффективен в плане расходования государственных средств, есть вариант применения схемы оплаты за резервирование рабочей мощности или за оказанные услуги.

Ниже мы подробно рассмотрим эти варианты.

### § 13.4.1. Требования к концессии

Возьмем в качестве примера дорогу и разберемся, от чего зависит экономическая эффективность концессии:

- от оценки транспортного потока (см. § 14.8.1) — по приблизительным подсчетам, транспортный поток, равный 10 000–20 000 автомобилей в день, скорее всего, не даст дохода, достаточного для финансирования отдельной концессии;
- от уровня платежей, который можно получить на основе этих посылок.

Если величина транспортного потока низкая, то будет ли проект эффективным при финансовой поддержке государства (см. § 13.4.3)? Госорганам придется решать, надо ли взимать плату за пользование дорогой с учетом следующих факторов:

— Как платная дорога вписывается в общенациональную политику в области дорожной инфраструктуры.

— Существует ли аналогичная (пусть и не скоростная) бесплатная дорога, ведь закрытие бесплатных дорог почти наверняка вызовет проблемы политического свойства.

— Наличие у потребителей «желания платить». Например, потребитель возмутится, если придется платить за проезд по прежде бесплатной дороге. Сгладить ситуацию могут новые удобства и преимущества для водителей. Уровень оплаты должен учитывать не только финансовые требования по проекту, но и «разумность» — по мнению пользователей дороги.

— Станут ли те, кто не хочет платить за пользование дорогой, ездить по другим, менее подходящим трассам, создавая при этом заторы или усиливая экологические проблемы.

— Настроения водителей грузовых автомобилей. Их деньги составляют львиную долю доходов компании, так как разница в оплате легковых и грузовых автомобилей значительна. Если водители грузовиков воспользуются другими дорогами, то концессия вряд ли себя окупит.

— Насколько просто управлять платной дорогой? Как это будет сочетаться с соединительными трассами? Существует два способа сделать дорогу платной: «закрытая» система — водители въезжают и выезжают с дороги, плата зависит от расстояния, которое они проехали, и «открытая» — водители платят фиксированную сумму за пользование любой частью дороги.

— Верно и обратное: будет ли плата препятствовать использованию дороги для коротких поездок — ведь она предназначена для поездок на большие расстояния (это самая большая проблема с любой трассой, которая идет вдоль городской агломерации).

Если эти расчеты покажут, что использование системы оплаты не подходит даже при поддержке государственных органов, то госсектору стоит рассмотреть в качестве альтернативы PFI за счет скрытой платы или платы за готовность объекта к эксплуатации. Сходные принципы можно применить и к другим соглашениям о концессии.

### § 13.4.2. Размеры дорожных пошлин

Размер пошлин в дорожной концессии устанавливается тремя путями:

- Участники конкурса подают заявки с фиксированным первоначальным платежом, который можно увеличить, скажем, только с учетом инфляции во время срока действия концессионного соглашения.
- Участникам конкурса дается свобода выбора уровня пошлин в зависимости от плотности транспортного потока.
- Государственные органы устанавливают плату в рамках национальной стратегии по строительству и использованию платных дорог.

Выбор, скорее всего, будет связан со степенью финансовой поддержки, которую государственные органы оказывают конкретному проекту концессии.

### § 13.4.3. Финансовая поддержка государственных органов

Если ожидаемый уровень использования объекта и платы за услуги по концессии не дает достаточно денежных средств, чтобы проект стал экономически выгодным, то государство, исключая финансирование концессии за счет государственного бюджета, может использовать различные варианты поддержки проекта. По правилам Евростата, она не должна превышать 50% — см. § 5.5.1. Поддержка со стороны госсектора оправдывается экстерналиями, связанными с деятельностью концессии (см. § 5.2.1).

Она имеет разные формы:

- увеличение расходов на приобретение основного капитала;
- гарантия получения дохода;
- субсидии;
- гарантии погашения долга.

В ином случае государственные органы могут решить, что концессия не является идеальной моделью и лучше использовать PFI вместе со скрытой оплатой (§ 13.4.5) или плату за готовность к эксплуатации (§ 13.5).

**Рост расходов на приобретение основного капитала.** Государство финансирует часть расходов на приобретение основного капитала (см. § 13.3.5) посредством:

- грантов или субсидий (на безвозвратной основе);
- поступлений от продажи дополнительной земли, которая больше не требуется для объекта (см. § 14.5.9);
- кредита, который в этом случае считается долгом второй очереди по отношению к другим кредиторам (см. § 12.6.5), а выплата процентов и основной долг откладываются до тех пор, пока сальдо движения кассовой наличности после выплаты долга кредиторам первой очереди не достигнет определенной величины, или положительное сальдо движения кассовой наличности можно разделить на платежи для финансирования государственного сектора и дивидендов инвесторам;

- инвестиций в уставной капитал — таких как кредит; выплата дивидендов государственному сектору производится после того, как частные инвесторы получают согласованный уровень дохода.

Увеличение расходов на приобретение основного капитала поднимает вопросы, связанные с переносом риска. Неуместно использовать средства государственного сектора для приобретения основного капитала и таким образом переносить на него весь риск первоначального строительства; его надо использовать в последнюю очередь. В идеале проектной компании следует полностью финансировать строительство, а любое государственное финансирование проводить только при завершении строительства, поскольку в противном случае государство принимает на себя часть риска на этапе строительства. Компании надо организовать промежуточное финансирование, которое компенсирует затраты госсектора после завершения строительства. Альтернатива — потребовать от инвесторов из проектной компании гарантий возврата расходов на приобретение основного капитала, если строительство не закончено (или предоставить вместо этого банковскую гарантию).

Но даже после завершения строительства остаются вопросы переноса риска, связанные с увеличением расходов на приобретение основного капитала. С одной стороны, увеличение расходов нецелесообразно, так как это не отражает долгосрочный характер распределения риска в ГЧП. Если проектная компания отказывается платить по своим обязательствам после нескольких лет участия в ГЧП, то госорганы не получают достаточного возмещения своих расходов, потому что кредиторы первой очереди предъявляют права на любое ценное имущество, наличествующее на тот момент.

С другой стороны, если поддержка имеет форму доходов, о чем речь пойдет ниже, а не расходов на приобретение основного капитала, то проектной компании потребуется больше финансирования за счет частных средств, а это повлияет на величину платы за услуги.

**Выплата субсидий.** Если, чтобы сделать концессию эффективной, необходимо снижение платы за услуги, то для компенсации операционных расходов предлагается выплата фиксированных субсидий. Эта мера поддержки проста, но позволяет получать непредвиденный доход от неожиданного увеличения транспортного потока. Поэтому здесь предпочтительны выплаты по шкале скользящего тарифа, которые снижаются по мере того, как растет использование объекта.

**Гарантия получения дохода.** Если проблема касается не сокращения платы за услуги, а неопределенности относительно получения достаточного дохода, государственные органы выплачивают эквивалент суммы, достаточной для компенсации затрат. Если количество пассажиров превышает гарантированный уровень, то полученный доход обычно распределяется по шкале скользящего тарифа между проектной компанией и государственными органами. Он может быть ограничен гарантией его постепенного повышения, в результате чего уровень минимального использования в первые несколько лет эксплуатации является гарантированным. По идее, все участники проекта надеются, что ожидаемые уровни использования будут достигнуты, вопрос лишь



в том, сколько времени потребуется. Во всех случаях обязательно тщательно изучить размеры необходимой поддержки.

Очевидно, для госсектора неразумно предоставлять 100%-ное обеспечение дохода в соответствии с базовым сценарием или уровнем пассажиропотока, поскольку это не только сводит на нет любой действительный перенос риска, но и лишает проектную компанию стимула для увеличения пассажиропотока. Следовательно, гарантия получения дохода должна осуществляться или в виде фиксированного процента от ожидаемого дохода (например, 70%, как в чилийском законе о концессиях 1991 г.), или в виде дохода, определяемого в соответствии со шкалой скользящего тарифа (как в Южной Корее — см. § 3.8.1), который начисляется с учетом гарантии постепенного повышения дохода. Компенсацию 80%-ной платы за использование можно гарантировать на первые пять лет, 70% — на последующие пять лет, и 60% — еще на пять лет. И все. В итоге гарантия получения дохода позволяет покрыть операционные расходы и какую-то часть обслуживания долга, оставив собственный капитал без покрытия. Впрочем, в разных странах повторялась довольно печальная история. В Мексике в начале 90-х годов (см. список литературы) и в последнее время в Южной Корее (см. § 3.8.2) концессиям давалась гарантия выплаты дохода, а появившиеся при этом большие расходы ложились на государственные органы.

**Гарантия погашения долга.** Если государственные органы и инвесторы полагают, что проект будет жизнеспособным в форме концессии, но кредиторы не уверены в уровне использования, экономически эффективный способ поддержки для государственных органов — гарантия погашения долга (см. § 13.5, 15.5.7). Как и гарантией получения дохода, этой гарантией едва ли можно воспользоваться, пока не доказана ее необходимость.

**Продление срока действия соглашения о концессии.** Вместо непосредственной финансовой поддержки государственные органы могут дать преференции. Например, если использование объекта падает ниже взаимосогласованного уровня, то срок существования концессии продлевается, и дополнительный доход, полученный между запланированной выплатой последней части долга и окончанием срока действия соглашения о ГЧП, поможет справиться с любым дефицитом. Это очень похоже на конкурсные заявки, подготовленные на основе самого низкого уровня NPV доходов (см. § 6.3.6).

#### § 13.4.4. Ограничение доходов

Во время существования концессии может наступить момент, когда общий уровень использования, а следовательно, и платы за услуги намного превысит первоначально предусмотренный. Поскольку инвесторы приняли на себя риск недостаточного использования, то им за это причитается вознаграждение. И это честно и правильно в тех редких случаях, когда изменение масштабов использования объекта целиком зависит от усилий проектной компании. Но так бывает не часто. Если транспортный поток превышает первоначальные прогнозы, это может быть результатом следующих действий государственного сектора:

- государство сделало использование дорожной концессии привлекательным при помощи других изменений в окружающей его дорожной сети;
- государственная политика в таких вопросах, как налоги на топливо, налоги на продажу автомобилей и установление цен за пользование дорогой в других местах;
- общий экономический рост, вызванный экономической политикой правительства.

Поэтому, если уровень транспортного потока так велик и предельные доходы так высоки, что их можно считать «случайными», есть смысл разделить их между государственным и частным секторами. Есть еще одно весомое основание для разделения или ограничения доходов — финансовая поддержка со стороны государственных органов. (Речь об этом шла выше.) Это делается несколькими способами.

**Ограничение уровня дохода.** Данный способ и связанные с ним проблемы похожи на те, что возникают, когда госорганы вносят скрытую плату и когда уровень дохода имеет ограничения (см. § 13.4.5). Простое ограничение вызывает сложности и дает проектной компании неверные мотивы для ограничения роста трафика.

**Совместное использование дополнительных доходов.** Это самый прямой метод, он хорошо подходит для тех случаев, когда государственный сектор предоставляет минимальный уровень гарантированного дохода. В соответствии с корейским законом о PFI, если доход составляет 110–140% от оценок базового сценария, добавочный доход делится между проектной компанией и государством.

**Концессионная плата.** Выплата концессионной платы по шкале скользящего тарифа (см. § 13.3.7) основана на уровне доходов. То есть государственные органы получают часть дополнительных доходов — и этот способ, вероятно, является серьезным стимулом для увеличения доходов по сравнению с обычным ограничением дохода.

**Ограничение величины дохода на капитал.** Величина IRR на собственный капитал, который получает проектная компания, может быть ограничена на определенном уровне (вероятно, значительно превышающем указанный в базовом сценарии), и госорганы получают излишки, если те появятся. Впрочем, это чревато трудностями, поскольку очень нелегко создать надежную систему, препятствующую оттоку дополнительной величины посредством финансового инжиниринга или манипуляций с соглашениями о субподряде (особенно когда инвесторы проектной компании выступают в роли субподрядчиков). Более того, инвесторы будут неохотно вносить промежуточные платежи на протяжении всего срока существования концессии. Впоследствии объектом могут пользоваться реже, и общая величина IRR на собственный капитал упадет, станет ниже, чем в базовом сценарии. Но к тому времени инвесторы должны заплатить государственным органам полученное ранее превышение IRR на собственный капитал, так что в целом условия базового сценария соблюдены не будут. Это означает, что любое превышение должно храниться на резервном счету до конца срока действия соглашения о концессии.

Кроме того, соглашение о концессии может быть расторгнуто раньше срока, если доходы от дорожных пошлин позволили получить IRR на собственный капитал (очевидно выше уровня, указанного в базовом сценарии) для инвесторов проектной компании (см. § 6.3.6). Этот способ может вызвать проблемы с балансовой отчетностью государственных органов, так как они фактически становятся инвесторами в остаточную стоимость концессии. Он также способствует финансовому инжинирингу и прочим манипуляциям.

Впрочем, если рассматривать любой из этих способов, то более подходящий — установление ограничения на общую норму доходности, то есть IRR проекта с учетом доходности в финансовом выражении, не разделяя ее на обслуживание долга и показатель IRR на собственный капитал. Он, по крайней мере, свободен от любых искажений финансового структурирования, маневров между долгом и собственным капиталом. Данный способ часто используют при управлении приватизированными коммунальными предприятиями.

**Самый низкий NPV от уровня доходов.** Это более сложный способ — он позволяет сбалансировать риски и выгоды от платежей по факту, а соглашение о концессии заключается с тем участником конкурса, который соглашается на самый низкий уровень NPV дохода от дорожных пошлин (это называется НЧСД — наименьшая чистая стоимость дохода, см. § 6.3.6). После того как участник конкурса получает эту сумму NPV, соглашение о концессии прекращается. (Расчет NPV проводит действительный поток дохода датой подписания соглашения о концессии.)

Таким образом, соглашение о концессии не имеет определенного срока действия, хотя у него есть дата истечения срока, к которой оно должно завершиться вне зависимости от полученного дохода. Этот вариант имеет следующие преимущества:

- Риск, связанный с недостаточным транспортным потоком, переносится на частный сектор, но при этом поддержка госсектора не является необходимой. Значит, кредиторы будут больше заботиться об эффективности проекта, а не ждать поддержки со стороны государства.
- Он снижает плату для конечного потребителя, поскольку участники должны предложить более низкую стоимость капитала (что отражает более низкий уровень риска) и им не придется добавлять значительную маржу безопасности к конечной стоимости.
- Он дает государственным органам бóльшую гибкость; в случае концессии с твердым сроком риск необходимо компенсировать с учетом изменений, которые оказывают влияние на поток транспорта (см. § 15.2.4), но в данном случае это может не понадобиться.
- Следует убедиться, что частный сектор поможет избавиться от ненужных проектов, которые государственные органы продвигают по политическим причинам, но которые никогда не смогут окупиться, а значит, и нежизнеспособны.
- Этот вариант позволяет избежать «проклятия победителя» (см. § 14.8.1).

- Поскольку он основывается на получении валового дохода, а не чистой прибыли, то позволяет перенести риски, связанные с перерасходом средств на этапах строительства и эксплуатации, в частный сектор, а также убедиться, что расходами невозможно манипулировать, — в отличие от варианта с установленной максимальной величиной IRR на собственный капитал.

Впрочем, есть несколько обстоятельств, о которых необходимо помнить:

- Выбор дисконтной ставки для вычисления NPV очень важен. Ее следует сопоставлять со средневзвешенной стоимостью капитала, а не использовать ставку дисконтирования государственного сектора. То есть она будет относительно высокой. Иначе участникам конкурса, если они получают доход не так быстро, как ожидали, придется добавлять значительную маржу безопасности, а это снизит их доход от капитала.
- Эта схема дает меньше стимулов для улучшения качества услуг, а значит, и увеличения спроса, например при помощи совершенствования содержания дороги или качества обслуживания на пунктах взимания дорожных сборов.
- Она может не пройти проверку по балансовому отчету, поскольку государственные органы принимают на себя слишком много риска по проекту.

**Опцион покупателя.** Если у госорганов есть возможность расторгнуть соглашение о концессии и потом выкупить объект по твердой цене, а не по актуальной оценке его стоимости (см. § 15.6), это ограничивает возможный доход инвесторов. Впрочем, он больше подходит для PFI, а не для концессии, где подобный опцион может заставить инвесторов рисковать, если уровень дохода не превышает ожидаемого.

#### § 13.4.5. Скрытая плата

Скрытая плата в соответствии с соглашением о PFI — это платежи по факту использования, которые делают государственные органы, а не потребители. (В Португалии ее широко применяют, и она называется SCUTs — сокращение от *Sem Combrança ao Utilizador* («потребитель не платит».) Обычно строится на основе диапазонов:

- *Диапазон А:* платеж  $x$  за определенное количество автомобилей в день (авд) или машино-километров (мк), за первую ( $a \times 1000$ ) величину авд или мк.
- *Диапазон В:* платеж  $y$  за авд или мк, за следующую ( $b \times 1000$ ) величину авд или мк.
- *Диапазон С:* платеж  $z$  за авд или мк, за следующую ( $c \times 1000$ ) величину авд или мк.
- *Диапазон D:* за величину авд или мк, превышающую предыдущие, плата не взимается.

Диапазон А — умеренная оценка вероятного уровня транспортного потока. По-видимому, он будет таким же или немного меньшим по сравнению с указанным в базовом сценарии кредиторов. Общей суммы платежей достаточно для покрытия операционных расходов и обслуживания долга. Диапазон В соот-

ветствует базовому сценарию инвесторов, суммы общих платежей достаточно для обеспечения требуемого коэффициента покрытия и IRR на собственный капитал. Диапазон С содержит наилучшие, с точки зрения инвесторов, значения, которые могут увеличить их IRR на собственный капитал с 15 до 18%. Тогда диапазон D ограничивает IRR инвесторов на собственный капитал на уровне 18% вне зависимости от уровня транспортного потока.

В этом случае разумно ограничивать величину дохода, так как действительный перенос риска в частный сектор сам по себе ограничен. Значения транспортного потока в диапазоне А предполагают, что кредиторы несут незначительный риск недостаточного транспортного потока, а диапазон В содержит умеренную оценку, также направленную на защиту интересов инвесторов. В самом общем виде это выглядит так: при неполном переносе риска недостаточного использования всегда следует ограничивать величину дохода, о чем говорилось выше.

Но поскольку возможность переноса риска в частный сектор ограничена и проектная компания в любом случае не может сильно влиять на уровень транспортного потока, то встает вопрос об уместности системы скрытой платы. От нее отказались в Великобритании, потому что перенос риска столь незначителен, что первые проекты PFI, основанные на скрытой плате, пришлось вернуть на баланс государственного сектора (см. § 5.5.4). При незначительном переносе риска, вероятно, лучше сконцентрироваться на оплате за готовность к эксплуатации и оказанные услуги в тех случаях, когда больше ответственности и риска возлагается на проектную компанию, о чем речь пойдет далее.

#### § 13.4.6. Штрафные санкции

У проектной компании есть мощный стимул для оказания услуг на требуемом уровне — неудача приведет к падению дохода. (Но если госорганы гарантируют доход, стимул ослабнет.) Таким образом, существует естественный регулирующий механизм. Но природа оказываемых услуг монопольна, и потому неспособность достичь согласованного уровня готовности к эксплуатации и качества обслуживания должна вести к некоторым штрафным санкциям. Так же как происходит с вычетами за неготовность объекта к эксплуатации или низкое качество обслуживания в PFI.

### § 13.5. Оплата за готовность к эксплуатации

В тех случаях, когда плата за услуги производится, исходя из готовности объекта к эксплуатации, процесс получения потока базовой части платежей проще, чем начисление платы за услуги по факту использования. Это продукт операционных расходов, расходов на финансирование и необходимого инвесторам дохода (см. § 10.7), а не результат структурирования финансирования с целью соответствия доходам, как в случае концессии, когда оно структурируется в соответствии с расходами. Тогда эти базовые платежи согласовываются так, как описано ниже.

Суть оплаты за услуги в соответствии с соглашением о PFI в том, что она производится лишь тогда, когда объект готов оказывать услуги в соответствии с предъявляемыми к нему требованиями. Эта концепция развилась на основе платы за резервирование рабочей мощности для перерабатывающего предприятия, например в соответствии с соглашением о покупке электроэнергии (см. § 1.4.2). Когда речь об электростанции, «готовность» означает готовность к пуску и производству мегаватт электроэнергии с учетом простоя оборудования при текущем техническом обслуживании и капитальном ремонте. Ограниченный перечень требований — это все, что необходимо для других типов перерабатывающих предприятий. Но применительно к PFI концепция готовности сложнее. Ее сравнительно легко измерить, когда речь об отдельной части оборудования или оказании услуги, но они — небольшая часть проектов по типу PFI. Куда труднее измерить уровень готовности для зданий общественного назначения, таких как тюрьмы, больницы, школы или жилые здания. Более того, необходимо учитывать и качество услуг, не связанное с перерабатывающим предприятием, поскольку оно или работает (в определенных границах), или простаивает. Схема начисления платы за услуги обычно имеет две основные характеристики:

- вычеты из всей суммы платежей производятся в отношении той части объекта, которая не готова, оценка их величины зависит от важности неготовой части (§ 13.5.1);
- качество услуг определяют при помощи приборов для определения рабочих характеристик, а если последние не соответствуют требованиям, это также ведет к вычетам (§ 13.5.2).

Неготовность критична для эксплуатации объекта, ведет к непосредственным вычетам; низкое качество услуг не мешает непосредственному использованию объекта. Оно проявится не сразу, а значит, проектной компании надо дать больше времени на устранение недостатков, прежде чем начать вычеты.

Необходимо мотивировать компанию, чтобы она улучшала качество услуг, а не просто занималась эксплуатацией объекта, при этом избегая случаев, которые влекут за собой вычеты. Поэтому следует изучить возможность выплаты премий. Тогда повышение качества услуг в некотором роде обеспечит самофинансирование или даст устойчивость в рамках бюджета государственного сектора. Например, при строительстве дороги дополнительные выплаты могут производиться за введение повышенных норм техники безопасности. Определенное внимание можно уделить незапланированным расходам, ведущим к повышению затрат на техническое обслуживание.

Однако маловероятно, что вычеты за неготовность и низкое качество услуг сильно повлияют на поток платы, поставив под угрозу обслуживание долга. Кредиторы вряд ли станут финансировать расходы, определенные в соглашении о ГЧП, где указан подобный вариант развития событий (то есть вычеты прежде всего затрагивают инвесторов, а потом кредиторов). После завершения строительства неготовность объекта вряд ли продлится сколько-нибудь длительное время. Поэтому можно использовать существующую во французском админи-

стративном праве концепцию *Cession de Créance* («уступка денежного требования»). Государственные органы принимают на себя ответственность за ранее оговоренную часть долга проектной компании. (Если вычеты превышают оставшуюся величину платы за услуги, то они остаются обязательством, которое компания должна погасить.) Сходные положения есть в законодательстве ЮАР (см. § 15.5.7), похожая схема — в ряде соглашений о PFI в Великобритании. (Но там от нее отказались.) Это соответствует реальному положению дел, когда даже самое низкое качество услуг едва ли приведет к сокращению платы за услуги, так что имеет смысл обеспечить выплату той части долга, что не подвержена риску, и получать прибыль от снижения стоимости финансирования, которая сделает его привлекательным. Это похоже на гарантию минимального уровня дохода в соответствии с соглашением о концессии (см. § 13.4.3).

Система вычетов — единственное основание госорганов для предъявления требований к проектной компании (кроме неустойки — § 13.3.4). Они не могут предъявлять отдельные претензии по поводу ряда других косвенных убытков, возникающих в результате оказания неадекватных по качеству услуг. (Данное положение называется положением об «исключительном средстве компенсации».)

### § 13.5.1. Неготовность объекта

На строительстве дороги легко определить, насколько «готов» конкретный участок, если он открыт для движения транспорта. Но даже в таком простом случае необходимо различать причины неготовности, а значит, и начисления вычетов. Неготовность вследствие внепланового технического обслуживания (вероятно, результат ошибки проектной компании) отличается от неготовности из-за сильного снегопада или автомобильной аварии. Следовательно, вычеты в каждом случае должны быть различными. Точно так же, если причина сокращения количества транспорта связана с системой управления дорогой, это должно выразиться в вычетах из-за неготовности объекта. Но и здесь они должны быть другими, чем в ситуации, когда дорогой вообще нельзя пользоваться. Время суток тоже имеет значение: неготовность скорее дает себя знать в час пик, нежели в полночь.

Эти моменты становятся более сложными, когда речь о строительстве зданий. Если приходится закрывать доступ во все здание (предположим, вследствие аварии системы отопления), то оно не готово. А если закрыт доступ только в какую-то его часть? Расчет вычетов в соответствии со степенью неготовности сложен (в каждом проекте свои особенности). Определение их размера требует выработать систему оценки для каждой части или особенности данного объекта и закрепить ее в соглашении о ГЧП. Например, площадь всей больницы можно разделить на три категории в соответствии с коэффициентом:

- *Критичная*: приемные отделения скорой помощи, операционные, работа с пациентами (отделения больницы, рентгеновские кабинеты и т. д.).
- *Средняя*: помещения для клинической поддержки, например физиотерапевтические кабинеты, аптечные пункты, приемные.
- *Нормальная*: кабинеты врачей или учебные центры.

Либо каждую часть школы можно разделить в соответствии с коэффициентами, такими как:

- 1 — складские помещения;
- 2 — служебные помещения;
- 4 — обычные учебные классы;
- 6 — специализированные учебные классы: лаборатории, художественные и театральные студии, спортивные залы;
- 10 — актовый зал, кухня, столовая, IT-инфраструктура.

Таким образом, коэффициент для одного учебного класса равен 4, а для кухни — 10, так что класс равен 4 единицам измерения, а кухня — 10 единицам. (В этом случае общая площадь не берется в качестве основы.) При подсчете общей суммы единиц измерения для всего здания школы необходимо перемножить общее количество отдельных площадей на соответствующее количество единиц. Предположим, она достигает 1000 — тогда, если классной комнатой нельзя пользоваться в течение одного дня, вычеты из-за неготовности составят: соответствующая часть платы за услуги, начисленная за этот день,  $x \cdot 4 \div 1000$ .

Вдобавок необходимо разработать определение неготовности (с четкой и объективной оценкой) по отношению к каждой конкретной ситуации. Например, учебный класс можно считать неготовым, если температура в помещении ниже определенной. То есть понятие неготовности включает отсутствие условий или их несоответствие требованиям:

- к правилам безопасности жизнедеятельности либо закону;
- к защите от дождя и ветра;
- к отоплению, освещению, водоснабжению или другим удобствам;
- к основному оборудованию, средствам связи и IT-инфраструктуре;
- связанным с другими требованиями, соблюдение которых необходимо для работы данной части объекта.

Также необходима система учета и отчетности для определения момента, когда начинается неготовность и период восстановления. Штрафные очки (см. ниже) будут начисляться в течение этого времени. Если проблема не решается, оценка неготовности исчисляется с момента ее появления. Можно проводить расчет наоборот — то есть проектной компании платят за определенное количество единиц измерения готовности (это нормальный способ, применяемый в соглашении о строительстве, эксплуатации и передаче перерабатывающего завода) — вместо начисления вычетов за неготовность. Но это означает, что невозможен мгновенный рост вычетов на величину более 100%. Платежи за обслуживаемую территорию могут составлять 100, и вычеты равны 100 в течение первого периода неготовности, но затем они могут возрасти, скажем, до 120. Это делается, чтобы оказать давление на компанию и ее субподрядчиков (на которых эти вычеты будут перенесены). Впрочем, в проектах, связанных с перерабатывающими предприятиями, такими как мусоросжигательный завод, плата обычно начисляется в зависимости от объема переработанного сырья, по принципу «доставка или оплата». (Если не доставлен мини-



мальный объем, скажем, мусора для переработки, то госорганам все равно придется внести минимальную оплату, подобную плате за резервирование рабочей мощности.)

Бывают ситуации, когда пространство или услуга недоступны в том виде, как это определено в соглашении о ГЧП, но госорганы все же хотят их использовать. Если такое использование мешает решению проблемы проектной компанией, за этим не должно последовать начисление всей суммы вычетов. С ситуацией можно справиться либо с помощью понижения ставки вычетов за неготовность, либо начислением штрафных очков.

Проведение профилактических работ, которые следует указать в соглашении о ГЧП, не делает объект неготовым. Конечно, разработка графиков работ должна соответствовать нормальному режиму деятельности государственных органов, например, их проведение должно прийти на каникулы или выходные. Впрочем, и внеплановые работы не делают объект неготовым. Отметим также, что, даже если плата за услуги состоит из определенных составляющих, которые являются отдельными переменными (см. § 12.4.5, 15.2.5), их не следует рассматривать отдельно от вычетов из платы за услуги в целом.

### § 13.5.2. Качество услуг

Качество услуг не слишком важно, когда речь идет о проектах перерабатывающих предприятий: электростанция либо работает, либо нет. Если она работает плохо, то не производит достаточного количества электроэнергии, и данный недостаток подпадает под условия об оплате мощности или готовности. Но зависимость проблемы от вида объекта усложняется, когда речь идет о PFI. В наиболее широком смысле вычеты за неготовность касаются критических отказов выполнить то, что указано в соглашении, тогда как прочие отказы относятся к качеству услуг. Единицы измерения готовности объективны, а некоторые услуги измеряются только при помощи субъективных единиц. Например, плановое профилактическое обслуживание и ремонт часто осуществляют по отдельному договору о текущем содержании и обслуживании объектов, а соответствующие субподрядчики не готовы к вычетам или штрафам, превышающим масштабы их комиссионных, которые они берут за свою работу. Таким образом, любая система вычетов, в соответствии с которой назначаются штрафы за низкое качество услуг, также ограничена. Но санкции за устойчивое низкое качество услуг применять необходимо.

Обычный метод измерения состоит в создании матрицы ключевых показателей эффективности (KPI)<sup>1</sup>, которая устанавливает требования к каждой услуге. В дорожном проекте качество измеряется качеством освещения, чистотой дорожного покрытия, заменой сломанных знаков и т. д. Или при помощи фундаментальных показателей: скоростного режима, управления потоком транспортных средств, числа дорожных происшествий, безопасности эксплуатации дороги. (На самом деле последнее можно отнести к понятию готовно-

<sup>1</sup> Key Performance Indicators (англ.).

сти, и это еще раз подтверждает, как трудно провести четкую границу между готовностью объекта и качеством услуг.)

KPI придется очень подробно разрабатывать: недостаточно просто сказать, что комната должна быть «чистой», этому понятию необходимо определение. Ясно, что субподрядчики, занимающиеся текущим содержанием и обслуживанием объекта, станут толковать неполные или двусмысленные требования в своих интересах. Проблема в том, что чем подробней спецификация, тем скорее она становится спецификацией входных, а не выходных параметров, и отдельный элемент спецификации теряется среди прочих подробностей.

KPI также взвешиваются в зависимости от важности услуги. Качество услуг можно измерить при помощи объективных показателей, например скорости движения, количества аварий или времени решения проблем. Либо более субъективными: инспекционная проверка или обратная связь, сигналы от потребителей. Оценка может быть комплексной и во многом зависеть от отчетности, которую ведет проектная компания, если только госорганы не предусмотрели дополнительных расходов на мониторинг услуг. Их низкое качество ведет к начислению штрафных очков на основе величины KPI, а не к непосредственным вычетам за неготовность. Здесь часто срабатывает следующий механизм:

- чем больше начисляется штрафных очков, тем дольше остаются неразрешенными проблемы или тем они чаще проявляются;
- накопление штрафных очков в конечном счете приведет к вычетам из платы за услуги;
- если такое накопление достигает столь высокого уровня, что происходит постоянное неоказание услуг, то соглашение о ГЧП может быть расторгнуто (см. § 15.5).

Проектную компанию не следует наказывать за неготовность объекта, а затем начислять за то же штрафные очки. Первоначальной целью является обеспечение готовности.

### § 13.5.3. Замена субподрядчиков

Проектная компания (или ее кредиторы) меняют субподрядчика из-за низкого качества его услуг (хотя количество таких замен должно быть ограничено). Необходима система списания накопленных штрафных очков, поскольку в противном случае у нового субподрядчика не будет возможности для маневра. Надо создать более строгие критерии для прекращения договора о содержании и обслуживании объектов, чем в соглашении о ГЧП. Но если накоплено значительное количество штрафных очков или ограничено количество возможных субподрядчиков, то, вероятно, систему необходимо перезагрузить.

Государственные органы не должны вмешиваться в деятельность субподрядчиков (см. § 6.6.7), указывая им, как улучшать качество услуг, или предлагать их замену — это неотъемлемое право проектной компании. А госорганы полагаются на соглашение о ГЧП как на основу для принуждения к выполнению своих требований. Впрочем, поскольку госорганы сами первоначально одобряют выбор субподрядчика (см. § 6.5.2), то справедливо, что у них будет

право одобрения его замены — с использованием тех же критериев, которые применялись при первоначальном отборе.

#### § 13.5.4. Другие показатели для оценки результатов работы

При определенных обстоятельствах для оценки работы можно выходить за пределы известных показателей. Например, качество постройки школьного здания и оказываемых услуг должно каким-то образом повлиять на качество образовательных услуг в этой школе. Поэтому вычеты могут производиться, если измеримые результаты (например, экзаменационные оценки) не улучшились в процентном отношении. Впрочем, возможности оказывать влияние на такие вещи у проектной компании невелики. Следовательно, вычеты могут касаться лишь небольшой части от общей суммы платежей.

### § 13.6. Смешанное использование и плата за готовность объекта

В последнее время, особенно в транспортных проектах, наметилась тенденция к формированию платы за услуги на смешанной основе:

- плата за готовность, достаточная для покрытия операционных расходов и обслуживания долга;
- комиссионные (или пошлины), которые связаны с использованием и обеспечивают доход от акций.

Как и в любом другом случае, когда не произошло полного переноса риска использования (см. § 13.4.4), следует установить ограничение на комиссионные в этой схеме.

### § 13.7. Третьи лица и вторичные доходы

По соглашениям о ГЧП, в которых платежи начисляются в зависимости от готовности объекта (например, строительство здания), проектной компании могут позволить получать дополнительные доходы от использования объектов третьими лицами. (Предположим, сдавать школьный актовзй зал по вечерам в аренду.)

Точно так же в концессии проектная компания может получать вторичный доход от ГЧП, к примеру — за право строительства заправок станций, ресторанов и жилых помещений на земле, прилегающей к дороге. В таких случаях инвесторы неохотно возвращают эти постройки госсектору по завершении соглашения о концессии, ищут возможность получить постоянное (или продлить на более длительный срок) право эксплуатации вторичных объектов.

Доходы от третьих лиц или вторичные доходы помогут снижению платы за услуги. Но обычно кредиторы неохотно принимают их в своих финансовых расчетах. Государственные органы могут и не включать в первоначальную цену заявки доходы от третьих лиц и вторичные доходы. Если они не учитываются при назначении цены, то оптимальный выход — разделить их между государственными органами и проектной компанией.

## Глава 14. Оценка и перенос риска

### § 14.1. Введение

Риск в ГЧП относится к неопределенным результатам, которые непосредственно влияют либо на оказание услуг (например, из-за того, что объект не был построен вовремя), либо на самоокупаемость проекта (потеря дохода или рост расходов). В любом случае потери или расходы надо кому-то оплачивать, и один из основных элементов схемы ГЧП — определение, куда переносятся потери и расходы.

В этой главе обобщаются основные принципы переноса риска (§ 14.2), а затем подробно рассматривается их применение с помощью «Таблицы рисков» (§ 14.3), которую используют все участники проекта на каждом его этапе:

- общие политические риски (§ 14.4);
- риски, связанные с площадкой (§ 14.5);
- строительные риски (§ 14.6);
- риски, связанные с завершением строительства (§ 14.7);
- риски на этапе эксплуатации (§ 14.8).

### § 14.2. Принципы переноса риска

Перенос риска положен в основу ГЧП. Хотя в этом контексте часто употребляют термин «размещение рисков», ГЧП обычно не предполагает размещение в том смысле, что  $x\%$  риска принимает на себя госсектор, а  $(100 - x\%)$  — проектная компания. Обычно риск полностью переносится на того или иного участника партнерства (хотя в некоторых случаях бывают исключения — § 12.4.5, 15.2.5). Существует ограниченное число способов управления рисками:

- Риски могут оставаться у государственных органов.
- Риски можно переносить на проектную компанию и оставлять у нее.
- Риски можно перенести на проектную компанию, а затем перераспределить между третьими лицами:
  - переносить их на субподрядчиков на непрерывной основе;
  - покрыть их с помощью страховки (см. § 12.4);
  - использовать обеспечение, предоставляемое спонсорами (см. § 10.9).
- Когда дело касается концессии, риски можно перенести на конечных потребителей: проектная компания имеет право на повышение платы за услуги.

Ситуация отказа от исполнения обязательств, указанных в соглашении о ГЧП, такова, что, если иное не предусмотрено в данном соглашении, про-

ектная компания обязуется оказывать услуги должным образом, а также принять на себя все риски и соответственно управлять (с помощью перераспределения или иным путем) ими.

Перенос риска важен для государственных органов, как и то, что лежит в основе проблемы эффективного расходования денежных средств при проведении конкурса на организацию ГЧП (см. § 2.6). Если оставить в стороне вопросы, касающиеся балансового отчета (см. § 5.5), основная цель переноса риска с точки зрения государства — поиск для проектной компании и ее инвесторов стимулов к оказанию услуг, предусмотренных соглашением о ГЧП. Но для государственных органов наиболее эффективное расходование денежных средств не связано с переносом рисков, которые трудно ограничивать и которыми трудно управлять проектной компании, ее кредиторам и субподрядчикам. И если они принимают их на себя, то должны потребовать значительную плату. Принцип распределения: риск следует переносить на тех, кто лучше всего может им управлять с наименьшими затратами. Лицо, которое принимает на себя риск, должно иметь свободу управлять им, как оно считает нужным. Поэтому для госорганов наилучшая линия поведения — сохранение за собой тех рисков, которые частный сектор не может контролировать с наибольшей выгодой или в отношении которых нельзя давать свободу действий частному сектору, возможно, из-за необходимости непрерывного оказания коммунальных услуг. (Это значит, что довольно значительная премия за риск будет включена в стоимость услуг частного сектора и не является эффективным расходованием денежных средств.) Тем не менее, чтобы не оплачивать проект ГЧП из государственного бюджета, госорганы не могут оставлять у себя избыточные риски, и здесь необходимо найти равновесие. Если госсектор все же оставляет риски за собой, то следует воспользоваться связанными с ними выгодами, то есть там, где это возможно, должно существовать симметричное распределение рисков и соответствующих выгод (см. § 13.4.4).

Обычная ошибка государственных органов при запуске новой программы ГЧП — принуждение участников конкурса к принятию на себя значительных рисков, в особенности тех, что постоянно придется нести проектной компании и которые невозможно никому передать. В итоге, когда кредиторы вступят в дело, снова придется вести переговоры по распределению рисков. Риск, сохраняемый за госсектором, означает, что он в действительности становится риском кредиторов, поскольку ресурсы проектной компании ограничены и не позволяют нести какие бы то ни было риски.

- У нее значительный объем задолженности и нет резервов наличности или других ресурсов, помимо ограниченных резервных счетов (см. § 12.2.4), а любая дополнительная кассовая наличность поступает от коэффициента покрытия кредиторов (см. § 10.5.8).
- Обычно у инвесторов компании нет обязательств по предоставлению дополнительного финансирования помимо первоначального вложения в акционерный капитал (см. § 10.9).

Поэтому кредиторы хотят сделать проектную компанию, так сказать, «пустым ящиком» (см. § 7.6.1), а все риски перераспределить, куда только возможно.

Их отношение к риску в рамках проектного финансирования хорошо характеризует поговорка: «Банкир — это человек, который дает вам займы зонтик, когда нет дождя». Другими словами, кредиторы неохотно принимают на себя любые риски. Это соответствует фактическому положению дел — их доход недостаточен для компенсации любого существенного риска. Обычный банковский заем может принести кредитную маржу величиной менее 1% по сравнению со стоимостью привлеченного финансирования (см. § 10.4.1). То есть, если один из заемщиков не возвращает заем, банк несет убытки от кредитования проектного финансирования. Даже если риск составляет 1 к 100, он все равно значителен для портфеля по кредитному финансированию. Поэтому кредиторы не являются инвесторами проекта, несмотря на то что спонсоры или государственные органы часто используют это выражение в пылу переговоров. Если бы кредиторы были инвесторами, они получали бы доход от акций, по крайней мере в два раза превышающий тот, что они получают от кредитования (см. § 7.3.2). Он отражает разницу в уровнях риска для инвесторов и кредиторов. Доход кредиторов фиксированный, тогда как доход от акций можно увеличить, повышая рыночную стоимость проекта (например, при помощи эффективного управления или финансовой реструктуризации — см. § 16.4).

Кредиторы способны предложить средства для проектного финансирования с низкой кредитной маржой вследствие низкого уровня риска. Это нашло подтверждение в связи с требованиями Basel II относительно размеров собственного капитала банков, которые были введены с 2007 года. Наименование Basel — обозначение штаб-квартиры Банка международных расчетов (БМР) в Швейцарии, там располагаются Базельский комитет по надзору за деятельностью банков, представительства центральных банков и другие организации, осуществляющие надзор за банковским сектором. Они занимаются поиском общего подхода к капитализации банков для обеспечения их стабильности, чтобы те конкурировали друг с другом на международной арене в одинаковых условиях. В 1988 году Комитет принял правила относительно собственного капитала банков (его называют Базельским соглашением о размере капитала), которые основываются на простом принципе: банковские резервы должны равняться 8% от величины выданных ими коммерческих ссуд (включая проектное финансирование). Basel II — усовершенствованная версия Соглашения 1988 года, которое позволяет банкам распределять капитал на основе качества кредита (связанного со сторонними кредитными рейтингами — см. § 9.4.1, 9.4.4 — или статистическими данными об отказах от исполнения обязательств и убытках в рамках собственного кредитного портфеля). Схема Basel II разрабатывалась, когда проектное финансирование считалось относительно высокорискованной формой структурированного финансирования (см. § 8.4.2). Банкам требовалось увеличивать резервы для обеспечения такого кредитования, что делало его менее привлекательным и влекло за собой сокращение предложения кредитов и увеличивало стоимость проектного финансирования для заемщиков. Ведущие банки, занимающиеся проектным финансированием, заказали исследование статистических данных по прошлым периодам их деятельности. Выяснилось, что фактический риск неисполнения заемщиками своих

обязательств и связанные с этим потери кредитов для проектного финансирования были, по-видимому, ниже тех, что стали результатом выдачи кредитов корпоративным заемщикам. В результате предложенные в схеме Basel II правила были соответствующим образом пересмотрены в 2005 году.

Парадоксально, но это может плохо отразиться на кредиторах, осуществляющих проектное финансирование. После вступления в силу схемы Basel II возможно снижение размера капитала, необходимого для кредитования проектного финансирования. Это могло стать одним из факторов снижения кредитной маржи при проектном финансировании в последние годы. (Другим ключевым фактором, вероятно, стал общий высокий уровень ликвидности, который вывел на этот рынок значительное число новых банков — § 9.3.1.)

Оценка риска кредиторами основана как на финансовых последствиях, ставших результатом влияния данного риска на экономическую жизнеспособность проекта, так и на оценке вероятности возникновения этих последствий. Итак, риск, связанный с «небольшой вероятностью или заметным влиянием», который государственные органы или спонсоры едва ли примут на себя, — также повод для беспокойства кредиторов. Это означает, что они оценивают риск при помощи индикаторов неблагоприятной ситуации (см. § 10.3.6) — их анализ сильно отличается от взвешивания рисков, которое государственные органы проводят при изучении показателя ОЭРС (см. § 5.3).

Важно отметить, что кредиторы всегда будут контролировать любое изменение в организации проекта, способное повлиять на распределение риска. Точно так же любые неблагоприятные изменения в показателях работы, определенных в соглашении о ГЧП, вызовут усиление контроля над деятельностью проектной компании с их стороны (см. § 12.3).

## § 14.3. Таблица рисков

Для распределения рисков при проектном финансировании необходимо сосредоточить внимание на тщательно отобранных рисках, а не полагаться на гарантии общего характера, которые дают государственные органы или спонсоры. Поэтому спонсорам и кредиторам придется проводить предварительную экспертизу и оценку риска на этапе конкурса и переговоров. Госорганам перед проведением конкурса, а также при оценке конкурсных заявок и переговоров с участниками необходимо провести экспертизу и оценить риск для принятия решения по постановке проекта на баланс государства (см. § 5.5) или изучить эффективность расходования денежных средств (см. § 5.3).

Основным итогом проверок является Таблица рисков (или Реестр рисков), где описаны:

- природа каждого риска;
- влияние риска (на финансовую или иную сторону проекта);
- распределение рисков по соглашению о ГЧП;
- любое снижение влияния данного риска путем передачи его субподрядчикам или приобретения страхового полиса;

- влияние, которое любой из рисков оказывает на финансовое состояние проекта, оставаясь на проектной компании (точно рассчитывается по его влиянию на индикаторы — см. выше).

Таблица 14.1 содержит примерный список тем, которые можно рассматривать в Таблице рисков. У каждого проекта свои, присущие ему риски, и это лишь общее руководство. Как видно из таблицы, все риски проекта разделяются на несколько обширных групп:

- общеполитические и экономические;
- риски, относящиеся к площадке проекта;
- риски, связанные со строительством объекта;
- риски, связанные с завершением строительства и сдачей объекта;
- риски, связанные с доходами, получаемыми во время строительства;
- риски, связанные с этапом эксплуатации;
- риски, связанные с прекращением соглашения о ГЧП.

В рамках этой таблицы риски, которые не были перенесены на проектную компанию (что обычно отражено в соответствующих соглашениях о субподряде), могут быть сгруппированы в соглашении о ГЧП следующим образом:

- компенсационные случаи, когда государственные органы выплачивают проектной компании компенсацию за последствия своих действий (см. § 15.2);
- освобождение от ответственности, когда проектная компания не платит штрафы, если проект остается незавершенным или она не оказывает услуг, но также и не получает своей платы (см. § 15.3);
- форс-мажорные обстоятельства (их также называют непреодолимыми обстоятельствами), при которых ни одна сторона не считается виновной. Влияние этих событий столь сильно (и не может быть смягчено при помощи страховки, о чем речь пойдет ниже), что придется расторгнуть проектное соглашение (см. § 15.7).

Когда государственные органы переносят риски на проектную компанию, она затем автоматически переносит их на субподрядчиков. Важно убедиться, что определение и последствия этих рисков в соглашении о ГЧП и в соответствующих договорах о субподряде одинаковы. Вот примеры пунктов, где возникают расхождения:

- расхождения между объемами работ, определенными в договоре о субподряде, и требованиями в соглашении о ГЧП, услугами, определенными в соглашении о текущем содержании и обслуживании объекта, и требованиями, определенными в соглашении о ГЧП;
- расхождения в определении понятия «завершение» или разные размеры штрафа за несвоевременную сдачу объекта в соответствии с соглашением о ГЧП (см. § 13.3.4) и договором о субподряде на проведение строительных работ (см. § 14.7.1);
- различия в процедуре определения стоимости проектных изменений по запросу государственных органов, соответственно соглашению о ГЧП (см. § 15.2.1), и в определении стоимости тех же изменений в соглаше-



Табл. 14.1. Таблица рисков

Этапы риска	Категория риска	См.	Природа риска	См.	
Общий	Политические		Политическая оппозиция проекту	§ 14.4	
			Изменения в законах	§ 15.2.5	
	Экономический	Глава 11	Ставки процента	§ 11.2	
			Инфляция	§ 11.3	
Строительный Эксплуатационный	Площадка	§ 14.5	Приобретение земли для проекта	§ 14.5.1	
			Состояние грунта	§ 14.5.2	
			Разрешительная документация	§ 14.5.3	
			Разрешение природоохранных органов и связанные с этим риски	§ 14.5.4	
			Археология и палеонтология	§ 14.5.5	
			Право проезда, прохода и пользования	§ 14.5.6	
			Подключение коммунальных сетей к площадке	§ 14.5.7	
			Противники строительства	§ 14.5.8	
			Распоряжение избыточной землей	§ 14.5.9	
			Строительство	§ 14.6	Соглашение о субподряде
	Строительная организация-субподрядчик	§ 14.6.2			
	Корректировка цен	§ 14.6.3			
	Изменения, вводимые государственными органами	§ 15.2.3			
	Риски субподрядчиков	§ 14.6.4			
	Доход, полученный в ходе строительства	§ 14.6.5			
	Завершение строительства	§ 14.7	Задержка по вине субподрядчика	§ 14.7.1	
			Другие причины задержек	§ 14.7.2	
			Проект	§ 14.7.3	
				Показатели работы	§ 14.7.4

Окончание табл. 14.1

Этапы риска	Категория риска	См.	Природа риска	См.
	Эксплуатация	§ 14.8	Риск, связанный с недостаточным использованием или спросом	§ 2.6.2; 14.8.1
			Риск, связанный с окружением (социальным и т. д.) проекта	§ 14.8.2
			Выручка от платежей	§ 14.8.3
			Готовность и оказание услуг	§ 2.6.3; 14.8.4
			Операционные расходы	§ 2.6.4; 14.8.5
			Текущее содержание объекта	§ 2.6.4; 14.8.6
	Завершение		Отказ проектной компании от исполнения своих обязательств	§ 2.6.5; 15.5
			Расторжение соглашения по инициативе государственных органов	§ 15.6
			Форс-мажорные обстоятельства	§ 15.7
			Остаточная стоимость	§ 15.11

нии о субподряде на проведение строительных работ (чтобы стоимость изменений, выплачиваемая субподрядчику, не перекладывалась полностью на госсектор);

- сходные проблемы возникают при дополнительных расходах, связанных с изменениями в законодательстве (см. § 15.2.5);
- разные определения компенсационных случаев или случаев освобождения от ответственности в текстах договора о субподряде и соглашения о ГЧП.

Необходимость обеспечить соответствие между ними означает, что переговоры по соглашению о субподряде становятся многосторонними и в них, прямо или косвенно, участвуют государственные органы (а иногда и кредиторы — см. § 16.2.1), спонсоры и субподрядчики. Другая проблема возникает, когда один проект ГЧП основывается на другом. Например, новая дорожная концессия может пользоваться транспортным потоком, который появился благодаря мосту, построенному по другому концессионному соглашению, и наоборот. Если завершение моста, построенного в рамках ГЧП, невозможно обеспечить, то дорогу, построенную в рамках ГЧП, вероятно, невозможно будет финансировать. И наоборот: если невозможно завершить строительство дороги, то мост

не получит финансирование. Кредиторы одного проекта не заинтересованы в принятии на себя дополнительного риска с участием других кредиторов, которые не в состоянии должным образом оценить ситуацию или контролировать ее. Финансирование двух проектов как одного — выход из тупика, но если конкурсы по ним проводились отдельно, то сделать это нельзя. В таких случаях госорганам, возможно, придется участвовать в обоих проектах и обеспечивать завершение каждого на благо другого (данная ситуация не идеальна с точки зрения переноса рисков).

Точно так же в странах, где существует единая национальная программа дорожных концессий, конкурсы проводятся поэтапно — иначе финансирование всей программы потребует слишком больших затрат. Похожая проблема возникнет, если завершение каждого этапа зависит от завершения остальных.

И, наконец, госорганы всегда рискуют, неточно определив свои требования, встать перед необходимостью платить за услуги, которые не отвечают полностью их запросам. Требования можно изменить, но стоит это недешево и сделать это не так просто (см. § 15.2.2).

## § 14.4. Политические риски

Не вызывает сомнений, что для развития общей программы ГЧП нужна политическая поддержка (см. § 2.13). Аналогично и с отдельным проектом: если политики теряют интерес к нему, скорее всего, он будет испытывать трудности. Долгосрочное соглашение о ГЧП, у которого появились сильные политические противники, находится в уязвимом положении. Оно отличается от обычных коммерческих контрактов, поскольку одна из сторон — государственные органы — может использовать власть для изменения законодательства или заниматься исполнительным производством в ущерб проектной компании. Эти вероятные действия — риск, связанный с ведением дел в конкретной стране, и его надо принимать (см. § 15.2.5). Впрочем, политическое давление проявляется во множестве тонких форм, и едва ли долгосрочные интересы проектной компании и ее инвесторов заключаются в неукоснительном исполнении соглашения о ГЧП, которое утратило благосклонность властей. В таких случаях, видимо, лучше искать компромиссное решение путем переговоров или расторжения соглашения.

В этой книге не рассматриваются политические риски, связанные с участием иностранного капитала, которые обычно значимы при инвестировании в проекты, осуществляемые в развивающихся странах. Эти риски (см. главы 10 и 11) включают:

- доступность и возможность перевода иностранной валюты;
- войны и волнения среди гражданского населения;
- экспроприацию (когда государство безвозмездно присваивает объект);
- расторжение соглашения (по инициативе государственных органов).

(Строго говоря, эти риски касаются не только иностранных инвесторов из-за границы, такие проблемы обычно возникают при поступлении инвестиций из-за рубежа.)

## § 14.5. Риски, связанные с площадкой проекта

Их необходимо распределить между государственными органами, проектной компанией и строительной организацией-субподрядчиком:

- приобретение площадки (§ 14.5.1);
- состояние грунта (§ 14.5.2);
- разрешение на строительство объекта (§ 14.5.3);
- разрешение природоохранных органов (§ 14.5.4);
- разрешение по результатам археологической и палеонтологической экспертизы земельного участка (§ 14.5.5);
- право доступа на территорию площадки и ограниченное право пользования (право использования территории, прилегающей к площадке, например для сброса воды) (§ 14.5.6);
- подключение к коммунальным сетям (§ 14.5.7);
- наличие противников проекта (§ 14.5.8);
- использование не востребовавшей земли (§ 14.5.9).

Цель кредиторов в том, чтобы риски, связанные площадкой проекта, оставались у государственных органов или одновременно делились с субподрядчиком, но их не следует оставлять у проектной компании.

### § 14.5.1. Приобретение площадки

Право собственности на площадку остается у государственного сектора (с возможной передачей в аренду проектной компании на срок действия соглашения о ГЧП), а значит, обычно не может стать частью обеспечения кредитов (см. § 12.3). Как правило, приобретение площадки проекта — обязанность госорганов (если земля уже не принадлежит государству), особенно когда необходимо приобретение больших участков в совместное владение. Здесь могут потребоваться права государства на принудительное отчуждение собственности, а также для преодоления возможного политического противостояния в месте строительства. Если участникам конкурса придется оценивать стоимость приобретения земли (как и оценивать риск не получить участок), то им надо учитывать в заявках непредвиденные ситуации. А они не улучшат показатель эффективности расходования денежных средств для государственных органов, и расходы на приобретение другой площадки могут внести искажения в оценку заявок в целом. Однако когда объекту не обязательно размещаться на определенной площадке, участники вольны предлагать разные решения его размещения и взять на себя ответственность за приобретение площадки.

Если государственные органы приобретают площадку специально для этого объекта, то ее стоимость можно обоснованно считать частью расходов на реализацию проекта, которые будет оплачивать проектная компания. Однако если объект возводится на площадке, уже принадлежащей государственному органу, то здесь нет оснований требовать платы за передачу в собственность от участников конкурса в случае его возврата в государственную собственность по завершении контракта (см. § 15.11).

Кредиты обычно не дают, пока у проектной компании не появится чистое право на доступ к площадке и дополнительной земле, необходимой на этапе строительства. Почти наверняка возникают проблемы при реализации проектов, имеющих протяженность в пространстве. Например, требуется земля для строительства автодороги или железнодорожной линии, и приобретение ее не окончательно на момент начала строительства на одном из участков. Экспроприация земли бывает основной причиной задержки ГЧП в сфере транспорта — с последующим увеличением стоимости проекта для государства. Если госорганы хотят, чтобы проектная компания начала строительство прежде приобретения собственности на всю необходимую землю, то в соглашение о ГЧП придется включить пункт о защите интересов проектной компании в случае, если приобрести землю не удастся.

### § 14.5.2. Состояние грунта

Геологическое строение площадки может быть не таким, как ожидалось, и поэтому потребуется дополнительная забивка свай для фундамента. Или прежнее использование площадки (например, для проведения горных разработок) приведет к проблемам со строительством. Эти риски следует переложить с государственных органов на проектную компанию, а затем и на строительную организацию-субподрядчика. Инженерно-геологические изыскания надо провести заранее, до официального оформления финансовых аспектов проекта. (Если один из участников проекта хочет заплатить за их проведение, то, возможно, участники конкурса вкладчину оплатят его расходы, или это сделают государственные органы.)

Однако исследование площадки не дает стопроцентной гарантии, что будут выявлены все имеющиеся проблемы. Также и доскональное знание истории использования площадки не устраняет рисков. Данная проблема стоит особенно остро:

- в проектах, которые имеют протяженность в пространстве, то есть располагаются на разных площадках и строятся на длинном участке земли, где невозможно проведение доскональных инженерно-геологических изысканий;
- на площадках прежних проектов, которые ранее использовались в разных целях, или там, куда доступ специалистов для исследования затруднен из-за наличия старых зданий.

В таких случаях есть веские основания полагать, что ответственность за состояние грунта ложится на государственные органы. В некоторых проектах им с точки зрения эффективного расходования средств лучше принимать этот риск на себя, а не платить (напрямую или посредством платы за услуги) за проведение дорогих исследований.

Если государственные органы предоставляют площадку, то какова степень их ответственности за информацию о состоянии грунта и понесет ли проектная компания потери? Этого нельзя избежать, когда госорганы — единственный

источник информации и участники конкурса не могут самостоятельно ее проверить, заплатив приемлемую цену и уложившись в разумные сроки. С точки зрения кредиторов, возможное смягчение рисков состоит в том, что проблемы должны быть заметны на начальном этапе строительства, когда расходы на реализацию проекта еще не превысили вложений в акционерный капитал. В этот момент они могут прекратить выдачу кредитов и использовать собственный капитал компании для покрытия риска.

### § 14.5.3. Разрешительная документация

Кредиторы также ожидают, что необходимая разрешительная документация будет получена перед тем, как они начнут перечислять деньги. Проблема с получением разрешительной документации — одна из самых распространенных причин задержки оформления финансовых аспектов проектов ГЧП (см. § 6.3.8).

Процедура в разных странах различна. Иногда государственные органы получают ключевые разрешительные документы перед началом конкурса, что является идеальным вариантом и ускоряет реализацию всего проекта. Впрочем, этот подход может и не оправдать себя, если каждый участник конкурса станет предлагать разные решения при определении производственных показателей. Даже после получения первичной разрешительной документации может потребоваться дополнительная документация при детальном проектировании объекта. Если проектирование не будет завершено до оформления финансовых аспектов проекта (см. § 6.6.1), риск роста расходов на строительство, связанный со значительными изменениями в проектной документации, обычно ложится на строительную организацию-субподрядчика в рамках общей ответственности за проектирование объекта.

### § 14.5.4. Влияние проекта на окружающую среду и связанные с этим риски

Большей части крупных проектов для получения разрешительной документации требуется оценка воздействия на окружающую среду (ОВОС). Оно может проявляться в разных формах, например:

- воздействие строительства и эксплуатации объекта на окружающую его природную среду (среду обитания растений и животных, рельеф местности и т. д.);
- воздействие на местных жителей, включая шум, пыль, другие факторы загрязнения и движения транспорта, связанного со строительством;
- любые выбросы в атмосферу, вызванные эксплуатацией объекта;
- водоснабжение и водоотведение;
- долгосрочное влияние проекта на движение транспорта, перевозку грузов и коммунальные системы на близлежащей территории;
- другое долгосрочное влияние проекта на местных жителей или природную среду.

Перед тем как предоставить финансирование, кредиторы могут потребовать заключение экологической экспертизы.

Экологическая экспертиза проводится на площадке проекта на предмет возможного загрязнения окружающей среды токсичными отходами с учетом ее использования в прошлом. При обнаружении такового необходимо разработать план работ по сбору и утилизации отходов. Государственные органы могут взять на себя ответственность за известные проблемы, но неизвестные, связанные с прошлым использованием площадки (в проектах, где объект возводится на месте прежнего производственного предприятия), может взять на себя строительная организация-субподрядчик.

Если площадка сильно загрязнена токсичными отходами, у кредиторов возникнут сложности. На них могут возложить ответственность за экологический ущерб, поскольку они приняли площадку в счет обеспечения долга. В данной ситуации кредиторы уязвимы. Для смягчения этого риска можно воспользоваться страховкой (см. § 12.4.2).

#### § 14.5.5. Археологическая и палеонтологическая экспертиза

Важные археологические и палеонтологические находки сильно затормозят строительство, вплоть до полного пересмотра планов. Государственные органы обычно берутся за проведение такой экспертизы до оформления финансовых аспектов проекта. Впоследствии проектной компании, возможно, придется взять на себя, по крайней мере, до определенного уровня, риск задержки, которая соответственно будет считаться «случаем освобождения от ответственности» в соответствии с соглашением о ГЧП и договором о субподряде.

#### § 14.5.6. Право доступа на территорию площадки и ограниченное право пользования ею

Обычно с доступом на территорию площадки не возникает проблем, за исключением случаев, когда объект все еще используется на этапе его строительства. Это особенно относится к строительству железных дорог, когда субподрядчики проектной компании могут получить доступ на объект лишь на ограниченные отрезки времени, по ночам или в выходные дни. Риск, связанный со строительством объекта, в таких случаях значительно возрастает из-за трудности управления процессом.

Проектной компании также может потребоваться право подъезда (доступа на территорию площадки для проведения строительных работ, эксплуатации или подключения к коммунальным сетям) или ограниченное право пользования площадкой (например, на сброс воды) от владельцев соседних земельных участков, которые никак не связаны с данным проектом. И в такой ситуации кредиторы предпочитают, чтобы проблемы, касающиеся данного риска, были решены до того, как они начнут переводить деньги. А лучше всего, если ими займутся государственные органы — до оформления финансовых аспектов проекта.

### § 14.5.7. Подключение площадки к коммунальным сетям

Реализация проекта может зависеть от подключения его площадки к коммунальным сетям. Например, надо провести водопровод или подъездную дорогу, чтобы водители по ней подъезжали к платной дороге или мосту. Сторона, занимающаяся подключением площадки к сетям, также может зависеть от других (например, от наличия права доступа). Если этим занимаются государственные органы, они должны нести ответственность за неудачу, например, потерей дохода. Но участник, который в противном случае не вошел бы в проект, не особенно заинтересован в соблюдении графика работ. А ущерб, нанесенный несвоевременным подключением, иногда не соответствует стоимости подключения. В таких случаях проектная компания может лишь отчасти оценить степень риска, изучив прежнее поведение этой третьей стороны в сходных ситуациях, и постараться управлять риском, координируя и контролируя работу третьей стороны. Также играет существенную роль опыт взаимоотношений субподрядчика с этой третьей стороной.

То же самое происходит в проектах строительства дорог, когда необходимо организовать объезд или перенос коммунальных сетей (например, требуется повторная укладка газовых, водопроводных или канализационных труб под дорожным полотном).

Риск задержки проекта иногда передается строительной организации-субподрядчику, поскольку это распространенное в строительстве явление, хотя его и можно считать «случаем освобождения от ответственности» (см. § 15.3).

Если подключениями занимаются государственные органы, как это обычно бывает с соединительной дорогой, то они должны нести ответственность за задержку или невозможность подключения и за потерю дохода проектной компанией. Проблема становится еще сложнее, когда подключением занимаются государственные структуры, не связанные с данным проектом, поскольку не найдется желающих отвечать за задержки или отсутствие результата. И все же логично ожидать ответственного поведения от государства в целом.

### § 14.5.8. Противники проекта

Одна из разновидностей политического риска (см. § 14.4), с которым сталкиваются проекты строительства объектов коммунальной инфраструктуры (например, дорог), — протесты общественности, способные сильно повлиять на график строительства. В целом отвечать за возможные задержки должны госорганы. Им следует, в первую очередь, обеспечить надлежащую защиту со стороны полиции, а во вторую — избавить проектную компанию от штрафов или даже компенсировать ей потерю дохода. То есть рассматривать задержки по меньшей мере как «случаи освобождения от ответственности».

### § 14.5.9. Использование невостребованной земли

Часто бывает, что при строительстве нового объекта ГЧП площадка прежнего объекта остается невостребованной и ее можно продать — для финансирования



проекта. Это сократит плату за услуги в долгосрочном периоде. Но кто возьмет на себя риск пользования землей: государственные органы или проектная компания? Кредиторы не хотят участвовать в этом. И если не будет организована предварительная продажа или один из спонсоров не возьмет на себя риск и не укажет его в своей заявке, этим придется заниматься государственным органам.

Даже если прежняя площадка была продана заранее (и поэтому отсутствует риск ее продажи по заниженной цене), то завершение сделки зависит от темпов строительства на новом месте. Поэтому при задержках в строительстве предварительная продажа прежней площадки может сорваться из-за неосуществимости ее передачи. Дело усугубляется, если объект строится в несколько этапов. Это сопровождается сложным «переподключением» — то есть переключением потребителей с прежней площадки на новую (или с промежуточным подключением на другую прежнюю площадку). Государственные органы рассчитывают, что этот риск возьмет на себя проектная компания, чтобы передать затем его субподрядчику. А у него могут возникнуть проблемы в зависимости от масштаба финансовых последствий, вызванных невозможностью продажи земли. И спонсорам, вероятно, придется задуматься о предоставлении помощи. Но более обширные проблемы переноса риска появляются, когда продажа земли происходит с целью увеличения расходов на приобретение основного капитала за счет государственных органов (см. § 13.4.3).

## § 14.6. Риски, связанные со строительством объекта

Они обычно выражаются в перерасходе средств бюджета, на котором основывается схема финансирования проекта. Это может иметь разные последствия.

- Недостаток средств для завершения проекта заставляет спонсоров вкладывать деньги (которые они не обязаны тратить), чтобы не потерять свои инвестиции и не попасть в затруднительное положение. А значит, им придется согласиться на займы с более высокими ставками процента или пойти на другие невыгодные изменения условий займов. Они вынуждены обратиться к кредиторам за новыми порциями займов или соглашаться на новую схему организации финансирования.
- Даже при наличии дополнительного финансирования расходы на приобретение основного капитала проектной компанией (а значит, и расходы на обслуживание долга) будут возрастать без соответствующего роста доходов. Следовательно, доход инвесторов неизбежно сокращается. В худшем случае это приведет к тому, что они откажутся от участия в проекте из-за его нерентабельности.
- С точки зрения кредиторов, любое увеличение расходов и обслуживание долга сокращают величину их коэффициента покрытия, а значит, делают займы более рискованными.

Анализ риска перед завершением оформления финансовых аспектов проекта, когда бюджет расходов на приобретение основного капитала окончательно не утвержден, требует контроля, изучения основных расходных статей (см.

§ 10.3.2) и вероятности перерасхода по каждой из них. Государственные органы не обязаны поддерживать проектную компанию, которая страдает от увеличения расходов. Но политическое давление, которое на них оказывают, чтобы данное ГЧП выглядело благополучным или продолжало оказывать коммунальные услуги, может вынудить госсектор к оказанию дополнительной (не указанной в соглашении) помощи или же к освобождению компании от ответственности (см. § 2.6.5). Поэтому госорганы должны учитывать эти риски при проведении предварительной проверки. После оформления финансовых аспектов проекта они уже не смогут контролировать бюджет расходов проектной компании на приобретение основного капитала и им придется полагаться на кредиторов, а также на благоразумие проектной компании (см. § 12.2.1).

Последнее средство защиты от перерасхода средств на строительство или от задержки завершения — резерв на непредвиденные расходы. Впрочем, как бы хорошо компания ни управляла, всегда есть риск неожиданных событий, вызывающих перерасход. Поэтому кредиторы часто требуют создать резерв на непредвиденные случаи, который покрывается за счет соответствующего финансирования (см. § 10.5.9). По приблизительным оценкам, разумной считается величина резерва, равная примерно 10% от материальных затрат на строительство или 7–8% от общей суммы расходов на проект. Этот резерв также предназначен для покрытия последствий в ситуации, когда строительная организация-субподрядчик не оплачивает неустойку за задержку завершения строительства (см. § 14.7.2). Но эти средства не используются для покрытия макроэкономических рисков, таких как изменения ставки процента во время этапа строительства, которые можно компенсировать иными способами (см. § 11.2). В процессе эксплуатации резервные счета выполняют похожие функции. Материальные затраты на строительство неизменно составляют значительную часть расходов и могут достигать 80 и более процентов. Другая значительная статья расходов — ПДЭС (процентный доход на этапе строительства), результат расчетов, связанных с привлечением финансирования для покрытия расходов на строительство. Поэтому риски, связанные с соглашением о субподряде, требуют более детального изучения. Их можно распределить по следующим группам:

- риски, связанные с самим соглашением о субподряде (§ 14.6.1);
- риски, связанные со строительной организацией-субподрядчиком (§ 14.6.2);
- риски, связанные с корректировкой цен (§ 14.6.3).

К тому же необходимо учитывать анализ рисков, проведенный самим субподрядчиком (§ 14.6.4), а появление дохода на этапе строительства ставит новые проблемы (§ 14.6.5).

### § 14.6.1. Соглашение о субподряде

При организации традиционных государственных закупок, проектировании и строительстве в рамках крупного проекта государственные органы прибегают к услугам архитекторов и инженеров-консультантов для разработки проекта, на основе которого участники закупок готовят и предоставляют подроб-

ные чертежи, сметы и т. д. Строительство можно разбить на отдельные виды работ, для приобретения любого специализированного оборудования понадобится отдельный тендер. Как вариант, инженера-консультанта можно назначить руководителем строительных работ и передать ему полномочия по управлению государственными закупками в обмен на гонорар, размер которого может меняться в зависимости от окончательной стоимости строительных работ. Ни один из этих подходов, как правило, не годится для кредиторов, занимающихся проектным финансированием.

- Необходимо, чтобы одно лицо несло полную ответственность за завершение проекта, поскольку проектная компания не должна увязнуть в дискуссиях и выяснениях, кто виновен в том, что определенная часть работ выполнена неправильно.
- Неопределенность относительно стоимости строительных работ неприемлема из-за риска превышения расходов, для финансирования которых может не найтись средств или которые так сильно увеличивают стоимость проекта, что он становится неэффективным.
- Необходимо определить дату завершения проекта, чтобы соответствовать требованиям соглашения о начале оказания услуг.

Иначе говоря, необходим договор о субподряде, который гарантирует сдачу объекта «под ключ». В нем указывается конкретная стоимость и дата начала работ. Они должны существенно снизить риск превышения стоимости и задержек, поскольку в соответствии с соглашением риски переходят от проектной компании к субподрядчику. Это, скорее всего, проявится в создании субподрядчиком большего числа резервов для покрытия расходов, а следовательно, и в увеличении цены по сравнению со стоимостью соглашения о проектировании, проведении закупок и строительстве (см. § 5.3.1). В зависимости от типа проектов ГЧП выделяют два типа соглашений о субподряде (см. § 5.3.1):

- Соглашение о проектировании и строительстве (СПС) заключается для строительства объектов инфраструктуры, которые занимают определенное положение в пространстве, например дороги или здания. По нему подрядчик несет ответственность за создание проекта и сооружение объекта. Тогда исключаются последующие споры относительно некачественного проектирования и строительства.
- Соглашение о проектировании, материально-техническом снабжении и строительстве (ПСС) используется, когда речь идет о перерабатывающем предприятии и поставке оборудования. Его также называют соглашением о проектировании, закупках и строительстве. Здесь важно, чтобы в документе была прописана полная ответственность подрядчика.

### § 14.6.2. Строительная организация-субподрядчик

При анализе риска, который несет субподрядчик, учитывают следующие пункты:

- способность субподрядчика выполнить работу;
- общее финансовое состояние субподрядчика;

- наличие конфликта интересов;
- масштабы непосредственного участия субподрядчика в проведении работ.

**Способность субподрядчика выполнить работу.** Государственным органам следует внимательно изучить субподрядчика в ходе предварительного отбора (см. § 6.3.3). Этим также занимается технический консультант кредиторов. Субподрядчик должен продемонстрировать опыт успешного строительства — предоставить информацию об уже завершенных проектах такого рода, включая, если это необходимо, данные об использованных при этом технологиях. Субподрядчик также может потребовать информацию о реализованных проектах от собственных основных субподрядчиков, а соглашение о субподряде должно содержать список (для проектной компании) утвержденных субподрядчиков или право отказа от их услуг (и может предоставлять права на утверждение условий соглашений, хотя стоимость их услуг, как правило, не раскрывается). Если субподрядчик работает за границей, надо указать опыт работы в стране, где реализуется проект, и надежных субподрядчиков внутри страны, с которыми у него налажены отношения. И, наконец, необходимо проверить компетентность ведущих специалистов субподрядчика.

**Кредитный риск.** Передача проектного риска субподрядчику нецелесообразна, если компания не заслуживает доверия и испытывает финансовые трудности. Поэтому необходимо проверить ее кредитоспособность в ходе предварительного отбора и оценить риск участия в проекте. Если субподрядчик участвует в нескольких проектах ГЧП или это его основная хозяйственная деятельность, госорганам и кредиторам необходимо разобраться, способен ли он справляться со своей задачей, особенно если число проектов, в которых он участвует, растет.

Объем работ по соглашению о субподряде не должен быть чрезмерно значительным по сравнению с прочей деятельностью подрядчика. Поэтому для оценки масштаба следует сравнить соглашение с годовым оборотом субподрядчика. Если проект превышает 10% оборота, то соглашение может оказаться слишком крупным для того, чтобы субподрядчик справился с ним в одиночку. Вероятно, стоит выбрать вариант совместного предприятия с участием более крупного подрядчика. Если субподрядчик является частью объединения компаний, то желательно получить от материнской компании гарантию исполнения обязательств и снижения кредитного риска.

Соглашение о субподряде, по идее, включает проведение полного цикла строительных работ. Однако в предварительную проверку, проводимую госорганами и кредиторами, должен входить обзор системы управления и плана строительства, в котором рассматриваются такие проблемы, как критические сроки завершения каждого этапа (например, с учетом поправок на плохую погоду в зимнее время, адекватность стоимости работ и т. д.). Ни право требования на выплату неустойки за несвоевременное завершение проекта, ни облигации или другое обеспечение, предоставляемое в соответствии с соглашением о субподряде (см. § 14.7.1), ни банковское обеспечение не могут заменить способность субподрядчика выполнить работы. Даже расторжение соглашения, которое позволяет вернуть все деньги, потраченные на оплату услуг субподрядчика, не компенсирует полностью потери, связанные с тем, что объект

не был построен, поскольку стоимость услуг субподрядчика составляет лишь часть (хотя и немалую) от общих расходов на приобретение основного капитала. Государственные органы хотят получить готовый к эксплуатации объект в срок, а не дожидаться вместо этого исполнения требований, которые проектная компания предъявляет субподрядчику.

**Конфликт интересов.** Спонсор, одновременно являющийся субподрядчиком, создает конфликт интересов, в котором данная его роль сталкивается с ролью инвестора проектной компании. Налицо риск соглашения на неприемлемых условиях или ослабление контроля за соблюдением соглашения о субподряде. Эти риски можно смягчить несколькими способами:

- Другие спонсоры, которые не участвуют в строительстве, определяют перечень и условия реализации работ и ведут переговоры по соглашению о субподряде (при условии, что у них есть соответствующий опыт или этим занимаются приглашенные консультанты).
- Надзор за исполнением соглашения о субподряде осуществляют сотрудники проектной компании, не связанные с данным субподрядчиком. Они делают это при помощи инженера заказчика (см. § 7.7) или проверяющей организации (см. § 6.7.3).
- Директорам строительной компании субподрядчика, которые являются членами совета директоров проектной компании, следует воздерживаться от участия в обсуждении соглашения о субподряде или, по крайней мере, воздерживаться при голосовании по этим вопросам.
- Более заметную роль в деле надзора за проведением работ, скорее всего, будет играть технический консультант кредиторов.

Но если субподрядчик является главным спонсором проекта, как это часто бывает с проектами ГЧП (см. § 7.2.1), то на практике существует предел его невмешательства в обсуждение соглашений о субподряде.

**Ограниченное участие в соглашении о субподряде.** После заключения главного соглашения субподрядчик, как правило, заключает вторичные соглашения со своими субподрядчиками о выполнении части работ. Например, главный подрядчик, чей первичный бизнес связан с продажей оборудования, обычно заключает договор с другим субподрядчиком на проведение строительных работ на объектах общественного назначения (назначает неустойку за задержку завершения и принимает обеспечение от собственных субподрядчиков на тех же условиях, что и в главном соглашении о субподряде). Впрочем, это может пойти слишком далеко, если субподрядчик не производит значительную часть работ в рамках проекта или является не крупным поставщиком оборудования, а просто своего рода посредником и условия соглашения выполняют его субподрядчики. В особенности если в его штате нет опытных сотрудников для осуществления надзора за проведением работ и он чрезмерно полагается на своих субподрядчиков.

В такой ситуации риск недостаточного общего контроля за осуществлением проекта можно уменьшить, потребовав от субподрядчика проведения работ совместно с одной или более компаниями, которые в противном случае могли бы стать его субподрядчиками.

### § 14.6.3. Корректировка цен

Цена в так называемом соглашении с фиксированной ценой никогда не бывает фиксированной на 100%, и необходимо учитывать риск, что субподрядчик выдвинет требования дополнительной оплаты, используя различные положения договора. Эти требования можно разбить на несколько категорий.

**Изменение графика проекта.** Момент вступления в силу соглашения о субподряде может быть отложен, к примеру, из-за финансовых затруднений и прочих задержек, связанных с переговорами, или из-за стремления выполнить предварительные условия, выдвинутые кредиторами. Нельзя ожидать, что субподрядчик будет бесконечно долго придерживаться фиксированной цены, поэтому в заявке спонсоров обычно указывается срок, до которого действует данная фиксированная цена. Субподрядчик может охотно согласиться на применение формулы для корректировки фиксированной цены с учетом ИПЦ или другого индекса — после завершения срока действия данной фиксированной цены. Это легко сделать в рамках плана финансирования. Если стороны не утвердили никакой формулы для корректировки, кредиторы неохотно занимаются финансированием, поскольку одна из основных статей расходов больше не является фиксированной.

**Риски владельца.** Помимо своевременной оплаты расходов в соответствии с соглашением о субподряде проектная компания (которую часто в этом контексте называют «владельцем») несет «риск владельца», связанный со следующими факторами:

- приобретение площадки и обеспечение доступа на нее (см. § 14.5.1);
- получение первичной разрешительной документации (см. § 14.5.3);
- в некоторых случаях — состояние грунта (см. § 14.5.2) или обнаружение археологических и палеонтологических находок (см. § 14.5.5);
- обнаружение скрытых дефектов (см. далее);
- обеспечение доступа к электрическим, водопроводным и другим коммунальным сетям, необходимым для строительства, а также обеспечение четкого исполнения соглашений с третьими лицами, например о строительстве подъездной дороги (см. § 14.5.7).

Некоторые из этих рисков в равной мере могут быть перенесены на государственные органы.

**Непредвиденные обстоятельства.** Проектная компания обычно принимает на себя риск, связанный с изменениями законодательства (например, введение новых правил охраны здоровья и техники безопасности), определяющего требования к стоимости строительных работ, которые смогут компенсировать государственные органы (см. § 15.2.5). Соглашения между государственными органами и проектной компанией касаются:

- случаев освобождения от ответственности (см. § 15.3);
- случаев компенсации, включая изменения в спецификации, сделанные государственными органами (см. § 15.2);
- форс-мажорных обстоятельств (см. § 15.7), которые может покрыть страховка (см. § 12.4).

Они обычно отражены в соглашении о субподряде, а это значит, что компенсационный случай, указанный в соглашении о ГЧП, является риском собственника из соглашения о субподряде. Государственные органы могут вдруг обнаружить, что фактически ведут переговоры с субподрядчиком — прямо либо косвенно при посредничестве проектной компании.

**Скрытые дефекты.** Определенные проблемы возникают в проектах, которые предполагают не строительство с нуля, а реконструкцию, ремонт или техническое обслуживание уже существующего объекта. Они связаны со скрытыми дефектами, способными привести к увеличению стоимости работ. Если объект находился в собственности государства на протяжении многих лет и его текущее состояние оценить нелегко, то велика вероятность, что госорганы примут на себя долю ответственности за скрытые дефекты. Их можно отнести к компенсационным случаям, если расходы на устранение превысят определенный лимит. При этом проектная компания (а значит, и субподрядчик) примет на себя риск в первую очередь, прежде чем это сделают государственные органы.

#### § 14.6.4. Риски строительной организации-субподрядчика

Субподрядчик имеет право ставить вопрос о гарантиях оплаты его услуг проектной компанией. Кредиторы имеют преимущественное право на активы проекта, включая счета в банках. Ни спонсоры, ни кредиторы обычно не предоставляют субподрядчику гарантий. (Конечно, один из спонсоров может быть субподрядчиком.)

Как правило, единственная гарантия, которую получает субподрядчик, — обязательства по финансированию, а также то, что лишь в редких случаях кредиторы заинтересованы в прекращении финансирования строительства. Следовательно, субподрядчик в основном не начинает работы до завершения оформления финансовых аспектов проекта. Понятно, что финансирование предоставлено кредиторами на условиях, которые должны обеспечить поэтапные платежи по соглашению о ГЧП, а также на том, что кредиторы не прекратят финансирование по собственной прихоти.

Субподрядчик должен добиться, чтобы график платежей по соглашению о субподряде был тесно увязан с его графиком оплаты прямых расходов и услуг его субподрядчиков и поставщиков оборудования. Таким образом, даже при банкротстве проектной компании потери самого субподрядчика можно ограничить.

#### § 14.6.5. Доход во время строительства

Если промежуточные доходы на этапе строительства направляются на частичное покрытие расходов по приобретению основного капитала (см. § 13.3.3), необходимо учесть риск, что эти доходы не достигнут ожидаемой величины. Даже очень небольшое отклонение от ожидаемого может пробить брешь в плане финансирования проектной компании. Поэтому прогнозы промежу-

точных доходов на этапе строительства должны быть более консервативны, чем содержащиеся в базовом сценарии прогнозы доходов на этапе эксплуатации, поскольку в последнем случае учитывается коэффициент покрытия для обслуживания долга, тогда как 100% дохода, полученного во время строительства, необходимо для покрытия расходов.

## § 14.7. Риск несвоевременного завершения проекта

Задержка завершения проекта вызывает следующие последствия:

- Расходы на финансирование, в особенности процентный доход на этапе строительства (ПДЭС), будут расти из-за остающейся на длительный период основной суммы долга за строительство, что по сути является формой превышения затрат на строительство.
- Потеря или отсрочка при получении доходов от эксплуатации объекта.
- Выплата государственным органам неустойки за задержку строительства (см. § 13.3.4).

Задержки ведут к росту расходов, уменьшают доход инвесторов и коэффициент покрытия кредиторов. Впрочем, последствия могут быть не столь тяжелыми для проектной компании, если они происходят по вине субподрядчика (§ 14.7.1), и в ряде других случаев (см. § 14.7.2).

Термин «завершение строительства» связан с датой начала оказания услуг и используется в соглашении о ГЧП (см. § 6.6.6) и в соглашении о субподряде. Это необходимый контрольный срок, указанный в финансовой документации. Поэтому важно, чтобы во всех соглашениях термин определялся и рассматривался единым образом. Если проектная компания обязана выплатить штраф за задержку в соответствии с соглашением о ГЧП, то ее руководство захочет толковать термин «ввод в строй» в этом соглашении как можно более неопределенно. Тогда, вероятно, проще добиться завершения строительства, повысив требования к субподрядчику.

Можно использовать термин «практическое завершение», который означает завершение строительных работ в значительной степени, с учетом требований, определенных в спецификации, когда объект принят государственными органами и начал использоваться, но все еще остаются невыполненными отдельные виды работ, такие как благоустройство территории. В этих случаях составляют дефектную ведомость или лист замечаний.

По завершении объекта предстоит проверка на соответствие требованиям проекта (§ 14.7.3). По соглашению о ПСС, для признания объекта готовым к эксплуатации необходимо провести испытания в рабочих условиях.

### § 14.7.1. Задержки по вине субподрядчика

Поскольку в результате задержки проектная компания теряет часть платы за услуги или выплачивает неустойку в пользу государственных органов (см. § 13.3.4), она стремится свести этот риск к минимуму, а его реальные последствия переложить на субподрядчика.



Программа строительства должна содержать положения, учитывающие такие вполне реальные обстоятельства, как непогода в зимнее время. А значит, с субподрядчика нельзя снимать ответственность за связанные с ними задержки. Их часто легко предсказать при наличии подробно разработанной программы строительства. Они очевидны, когда работы, имеющие решающее значение, проводятся не в срок. Проектная компания должна внимательно следить за их ходом, чтобы выявлять возможные задержки и помогать субподрядчику (или принуждать его) своевременно завершить строительство. Технический консультант кредиторов также следит за этим процессом. При возникновении задержки по вине субподрядчика (когда ни одно из указанных оправданий нельзя применить) проектной компании придется компенсировать последующие потери. В этом случае в силу вступают положения о выплате неустойки. Расчет производится на основании согласованной формулы компенсации финансового ущерба, нанесенного проектной компании в результате задержки либо в случае несоответствия производительности объекта предъявляемым требованиям (§ 14.7.4). Если четких требований к производительности объекта нет, неизбежны долгие дискуссии о потерях в каждом случае, а неопределенность неприемлема для кредиторов, и время, потраченное на обсуждение, может иметь катастрофические последствия для проектной компании. Неустойка означает не выплату штрафа (в действительности во многих правовых системах к выплате подобных штрафов нельзя принудить), но справедливую компенсацию понесенных потерь. Помимо неустоек проектная компания не может потребовать от субподрядчика иной компенсации за потерю прибылей или роста расходов, за исключением случаев прекращения соглашения о субподряде (см. далее). Неустойка не выплачивается, если проектная компания получает страховые выплаты, призванные компенсировать эту задержку (см. § 12.4.2), поскольку это означает, что причиной задержки являются форс-мажорные обстоятельства, не зависящие от субподрядчика.

Неустойка важна для кредиторов, они требуют ее выплаты на уровне, превышающем возможности строительного контракта, в котором не используется проектное финансирование. Разумеется, субподрядчик принимает в расчет риск значительной неустойки при разработке графика строительства и назначения цены контракта наряду с повышенными рисками, которые неразрывно связаны со взаимодействием с его субподрядчиками. Кроме того, цена соглашения должна включать и долю прибыли этих субподрядчиков. Данные дополнительные факторы означают, что стоимость выполнения всех строительных работ может на 20% превышать стоимость соглашения о проектировании, закупках, строительстве с участием разных подрядчиков — об этом необходимо помнить, сравнивая ГЧП с организацией закупок у частных компаний (см. § 5.3.1). Неустойка рассчитывается, исходя из количества дней задержки, а расценки определяются в процессе переговоров, но они должны, по крайней мере, компенсировать расходы на покрытие процентных платежей и постоянных накладных расходов. Следует учитывать и величину неустойки, которую надо выплатить государственным органам, то есть расходы, вызванные задержкой завершения строительства. В идеале они должны быть достаточны

для покрытия всех потерь дохода (меньше, чем переменные накладные расходы). Общая подлежащая выплате сумма неустойки обычно имеет верхний предел. Кредиторы рассчитывают на то, что предельной суммы, по меньшей мере, хватит для покрытия шестимесячной задержки завершения. Как правило, максимальная величина неустойки составляет 15–20% от стоимости соглашения о субподряде.

Размер неустойки должен быть достаточным, чтобы проектная компания сохранила свою финансовую устойчивость, а субподрядчик получил стимул для решения возможных проблем. Но если задержка продолжается в течение шести месяцев и больше, то, скорее всего, сумма, предназначенная для выплаты неустойки, будет израсходована, и этот мотив утратит свою силу. Поэтому после того, как выплачена максимальная величина неустойки, проектная компания обычно получает право на прекращение соглашения о субподряде. В этом случае потери компании, связанные с поиском нового подрядчика для завершения работ, лягут на прежнего субподрядчика, хотя и здесь величина потерь может быть ограничена, например, 100% от первоначальной цены соглашения.

Субподрядчик, как правило, предоставляет проектной компании особую гарантию выполнения собственных обязательств по следующим направлениям.

**Удержания.** Определенный процент (обычно около 5–10%) от каждого платежа удерживается проектной компанией до момента удовлетворительного и окончательного завершения проекта. Это гарантия, что субподрядчик будет оперативно работать над устранением дефектов ближе к завершению срока действия соглашения.

**Гарантия завершения строительства в срок.** Обычно от субподрядчика требуют предоставить гарантию (ее также могут называть строительной гарантией или гарантией успешного выполнения работ) в размере 10–15% от цены соглашения — в качестве обеспечения исполнения соглашения о субподряде, включая завершение строительства. Оно также предполагает предоставление дополнительной гарантии для покрытия обязательств по выплате неустойки, поскольку величина удержаний для этого недостаточна.

**Гарантия на возврат предоплаты.** Если субподрядчик получает предоплату до завершения работ (например, в виде первоначального взноса, скажем, в 10%, что является распространенной практикой), то он предоставляет гарантию на ее возврат. В соответствии с ней указанная сумма должна быть возвращена при расторжении соглашения до завершения работ.

**Гарантия на обслуживание.** Удержания и гарантия завершения строительства в срок могут быть после завершения строительных работ обращены в гарантию на обслуживание. Она покрывает стоимость исправления скрытых дефектов, пока действуют гарантийные обязательства (гарантии на строительные работы) — обычно в течение нескольких лет.

В качестве обеспечения этих обязательств (если они не обеспечены удержаниями денежных средств) следует использовать банковские аккредитивы или долговые обязательства страховых компаний, которые позволяют проектной компании получить деньги немедленно, без переговоров или судебных раз-

бирательств. В ином случае у проектной компании возможен кризис наличности. Вероятны события, которые необходимо покрывать при помощи гарантий, а средств для немедленной оплаты расходов взять негде.

Возможен и другой вариант: проектная компания принимает гарантию от родительской компании субподрядчика. Хотя государственным органам не следует участвовать в переговорах с субподрядчиком, все же необходимо убедиться, что в соглашении о субподряде указаны адекватные суммы неустоек, гарантий и обязательств после завершения соглашения, поскольку от них напрямую зависит защита интересов государства (см. § 6.5.2).

### § 14.7.2. Другие причины задержек

Что касается перерасхода средств на строительство (см. § 14.6), то они бывают финансовыми последствиями других причин, вызывающих задержки и происходящих не по вине субподрядчика. Все зависит от того, относятся ли они к категории компенсационных случаев (см. § 15.2), случаев освобождения от ответственности (см. § 15.3), или их покрывает страховка (см. § 12.4). Если оставить их без должного внимания, то риски, связанные с задержкой, полностью лягут на проектную компанию.

### § 14.7.3. Риск при проектировании

Риск при проектировании накладывается на этапы строительства и эксплуатации — после завершения строительства объект должен соответствовать требованиям, определенным в соглашении о ГЧП, а в первые годы эксплуатации могут проявляться ошибки, допущенные при проектировании. Например, рост расходов на отопление и обслуживание выше ожидаемого уровня. Преимущество проектирования объекта с учетом всего срока его службы, а следовательно, и вопрос об ответственности компании за разработку проекта обсуждались выше (см. § 2.8, 13.2). Если компания отвечает за ошибки при разработке проекта, то она должна разделить ответственность с субподрядчиком (см. § 6.6.1), который также упоминается в условиях соглашения о текущем техническом обслуживании объекта или в гарантийных обязательствах, касающихся проектирования, — строительная организация предоставляет их на первые несколько лет эксплуатации. Со временем преимущества проектирования с учетом всего срока службы объекта должны стать очевидными.

### § 14.7.4. Производственные показатели после завершения строительства объекта

Проблемы с оборудованием и не соответствующей требованиям технологией существенно влияют на проект. В первую очередь это касается перерабатывающих предприятий, построенных по соглашению о проектировании, снабжении и строительстве (ПСС). К середине 2006 года четыре из почти 700 согла-

шений о PFI были расторгнуты из-за отказа проектной компании исполнять обязательства (см. § 15.5). Во всех случаях причиной стали показатели работы предприятия: лаборатории, завода по утилизации медицинских отходов и двух муниципальных мусоросжигательных заводов. Частные инвесторы и кредиторы понесли огромные убытки. В каждом проекте имелись чрезмерные технологические риски, применялась неапробированная технология. Показатель эффективного расходования средств (см. § 2.6) подтверждает доводы в пользу переноса риска при помощи ГЧП из государственного сектора в частный. С другой стороны, госорганам не следует выбирать поставщиков неапробированных технологий, поскольку в результате объект не соответствует требованиям, а государственные средства израсходованы на проведение конкурса.

Производственные показатели перерабатывающего предприятия измеряются при помощи испытаний (как правило, очень небольшого количества). Проверяются соответствия установленным требованиям, нормам выбросов вредных веществ, защите окружающей среды. Как и при завершении строительства в целом (см. § 6.6.6), государственные органы или независимая проверяющая организация участвуют в проведении испытаний. (Обычно они проводятся несколько раз, чтобы компания, с которой заключено соглашение о ПСС, имела возможность исправить недостатки.) Если объект не соответствует предъявляемым к нему требованиям, компания платит неустойку. Ее величины должно хватать для покрытия NPV денежных потерь, возникающих из-за низкой производительности на протяжении всего срока существования проекта. Неустойка за несоответствие производственных показателей обычно используется для снижения величины задолженности, чтобы обеспечить кредиторов тем же самым коэффициентом покрытия остатков кассовой наличности, как при нормальной работе объекта. (Любые избыточные средства следует распределять между инвесторами, чтобы компенсировать снижение их доходов от акций.)

Несомненно, оценка показателей работы объекта после завершения строительства — нечто вроде фотоснимка, фиксирующего состояние в ограниченный отрезок времени. Дальнейшие показатели могут быть непостоянными, но за них уже нельзя получить неустойку. Трудно сказать, как повлияла эксплуатация объекта на показатели его работы по сравнению с первоначальными, и неустойка может применяться только относительно первоначальных показателей. Поэтому госорганы лишены возможности (кроме гарантийных случаев) получить помощь от участника соглашения о ПСС через несколько лет после завершения строительства, если показатели работы объекта ухудшаются. Проектной компании необходимо осознавать неопределенность показателей и учитывать возможные затраты в переговорах о величине неустойки с участником соглашения о ПСС.

Предельная сумма неустойки в случае задержки окончания строительства и несоответствия производственных показателей запланированным составляет около 25–30% от цены соглашения. Данная цифра превышает те, что обычно встречаются в соглашениях о ПСС, в которых не используется проектное финансирование. И снова необходимо отметить, что неустойка не может служить компенсацией при полной неспособности участника соглашения завершить

строительство. В этом случае расторжение соглашения (см. § 14.7.1) позволит использовать другие способы компенсации потерь.

## § 14.8. Риски, связанные с этапом эксплуатации

Данные риски сводятся к следующим категориям:

- недостаточное использование (§ 14.8.1);
- окружение (социальное и т. д.) (§ 14.8.2);
- платежи в счет прибыли (§ 14.8.3);
- готовность и качество услуг (§ 14.8.4);
- операционные расходы (§ 14.8.5);
- техническое обслуживание и ремонт (§ 14.8.6).

А также влияние «непредвиденных» рисков, таких как:

- изменения, которые государственные органы вносят в спецификацию проекта (см. § 15.2.2);
- изменения в законодательстве, требующие дополнительных операционных расходов и расходов на приобретение основного капитала (см. § 15.2.5);
- форс-мажорные обстоятельства (см. § 15.7), для их покрытия можно использовать страховку (см. § 12.4).

### § 14.8.1. Риск недостаточного использования

Данный риск зависит от характера соглашения о ГЧП:

- в случае концессии его всегда принимает на себя проектная компания;
- в случае PFI его могут принять на себя проектная компания или государственные органы.

Соглашения о ГЧП, в которых риск использования принимает на себя проектная компания, обычно относятся к транспортным проектам. Привлечь в них финансирование можно только при наличии точно определенного спроса (см. § 13.4.1). Например, строительство платного моста наряду с уже существующим для увеличения их совместной пропускной способности: установленный поток транспорта позволяет легко оценить будущие доходы. Сложнее со строительством платной дороги неподалеку от бесплатных трасс. Если настоящий уровень спроса точно оценивается по так называемым дорожным пробкам, то стоимость пошлин или сборов должна учитывать стоимость существующих способов передвижения, которые инвесторы и их кредиторы примут во внимание, изучая все обстоятельства и риски.

Оценка масштабов в транспортных проектах основывается на моделях, которые создают государственные органы, на мнениях консультантов проектной компании, занимающихся изучением транспортного потока, и специалистов по этому же вопросу, привлекаемых кредиторами. Моделирование базируется на оценках, которые учитывают следующие факторы:

- общий рост населения, распределение его по территории страны и характер миграции;

- общеэкономическая и локальная экономическая активность населения;
- использование земли вокруг территории проекта;
- передвижения людей в разное время дня и года;
- дальность поездок;
- доля частных и коммерческих транспортных средств;
- транспортные средства, которыми преимущественно пользуются люди: автобус, автомобиль или поезд.

Эти и другие факторы, вместе взятые, формируют модель текущих схем движения. Оценки роста транспортного потока основываются на таких макроэкономических факторах, как экономический рост на уровне всей страны и региона, что ведет к приобретению транспортных средств для частного и коммерческого использования. Дополнительный транспортный поток, который может появиться благодаря осуществлению самого проекта, обычно не принимается в расчет.

Тем не менее оценка величины транспортного потока — одновременно наука и искусство. История неудачных прогнозов — удручающая. Около 10% концессий оказались неудачными, если считать неудачей необходимость денежной поддержки проекта со стороны инвесторов и кредиторов, изменение условий соглашения о концессии или оказание экстренной финансовой помощи со стороны государства. Это намного превышает уровень неудач в проектах других типов ГЧП. Вот некоторые причины, их вызывающие:

- Победитель конкурса сильно переоценил объемы транспортного потока. Часто это происходит под влиянием оптимистических оценок госорганов и называется «проклятием победителя».
- Сложность оценки экономии времени, то есть числа водителей, которые захотят платить за выигрыш во времени по сравнению с передвижением по бесплатным дорогам, где скорость движения ниже.
- Поток грузовых автомобилей меньше ожидаемого. Обычно плата водителей грузовиков — основной фактор при оценке будущих доходов, поскольку она выше той, что платят водители легковых машин. В том, что касается стоимости сэкономленного времени, водители грузовиков консервативнее водителей легковых автомобилей.
- Рост объемов оказывается ниже ожидаемого.
- Неожиданные государственные инвестиции в конкурирующие с проектом бесплатные дороги или отсутствие инвестиций в предполагаемые соединительные дороги (см. § 14.8.2).

Кроме того, проекты сначала могут осуществляться на основе гарантированного дохода или другой финансовой поддержки со стороны государственного сектора, а не благодаря преимуществам проекта. Все заканчивается тем, что они становятся бременем для госорганов из-за неточности оценки инвесторов относительно использования объекта (см. § 13.4.3).

По сути, в дорожных концессиях прослеживается следующая тенденция. Либо риск недостаточного транспортного потока столь мал (и в результате риск потери дополнительной прибыли высок), что, наверное, не стоит пере-

носить его на частный сектор. Либо он столь велик, что лучше не переносить его на частную компанию, поскольку под влиянием такого риска проект может потерпеть крах, и государству придется его выкупать. Похожие проблемы и у других типов транспортных концессий, таких как строительство трамвайных и монорельсовых линий. Но здесь они могут усугубиться вследствие конкуренции с другими транспортными средствами, например автобусами.

Перенос риска недостаточного использования на проектную компанию в случае PFI также вначале стал применяться в транспортных проектах со скрытой платой. Как сказано в § 13.4.5, перенос риска в таких случаях имеет значительные ограничения, если сравнивать с реальной величиной пошлин по соглашению о концессии, а риск кредиторов очень сильно зависит от существующих объемов транспортного потока и схем движения. Схемы, использующие скрытую плату, оказались невостребованными из-за ограниченных возможностей переноса риска.

В ситуациях, когда плата за услуги начисляется в зависимости от готовности объекта, риск недостаточного использования, по умолчанию, остается у государства. Государственные органы, заключая соглашение об использовании объекта в рамках ГЧП на длительный срок, через несколько лет обнаруживают, что он более не выполняет своих функций. Школа стала ненужной из-за изменений в структуре местного населения, и лучше было бы перенести ее куда-нибудь в другое место. Или развитие технологий сделало здание больницы непригодным для проведения в ней современных медицинских процедур. Как было сказано в § 2.12, риск недостаточного использования в этих случаях означает, что государственные органы с таким же успехом могли бы построить объект с использованием системы государственных закупок, где существуют аналогичные проблемы. Создание ГЧП предполагает дополнительные финансовые затраты, возникающие при расторжении соглашения о ГЧП, а не прекращение пользования объектом (см. § 15.6).

### § 14.8.2. Риск, связанный с окружением (социальным и т. д.) проекта

При осуществлении любого проекта, включающего риск недостаточного использования, необходимо принимать во внимание влияние политики государства на использование объекта. Изменения в политике властей, которые касаются территории, находящейся рядом с проектом, называются рисками, связанными с окружением. Их появление может быть вызвано строительством других автотрасс, которые оттягивают от платной дороги поток транспорта, изменениями в местной схеме дорог или управлении движением, введением или отменой платы за пользование дорогой или другой платы, связанной с использованием трасс. Обычно трудно предугадать все риски, связанные с обществом, но те, что можно четко определить, обязаны, по мнению инвесторов, принимать на себя государственные органы (см. § 15.2.4). Например, включая в соглашение пункт об отсутствии конкуренции в дорожной концессии, по которому госорганы не должны строить дорог, составляющих конку-

ренцию платной трассе, или же компенсируют это (см. § 2.9.1, 3.5). Впрочем, если такое случается, то выгоду от изменений, улучшающих положение проектной компании (например, при строительстве соединительной дороги), должна получать проектная компания.

Риски, связанные с общими изменениями или национальной политикой, влияющими на проект (например, рост цен на топливо способствует сокращению транспортного потока в целом), обычно остаются на проектной компании.

### § 14.8.3. Выручка от платежей

Проектная компания ожидает получения доходов, но не получает их — то есть речь идет о риске неплатежеспособности. В варианте с концессией это проблема «желания (нежелания) платить» (см. § 13.4.1).

Для проектов PFI кредитная проблема связана с платежеспособностью государственных органов, особенно если они не входят в состав центрального правительства. Региональные или муниципальные власти имеют ограниченную правосубъектность и возможность решать проблемы, касающиеся риска неплатежеспособности и не затрагивающие центральное правительство. Например, первоначально планировалось, что ГЧП не будет находиться на балансе госсектора, но затем условия партнерства меняются, и оно ставится на баланс. Тогда его обязательства не зависят от возможности госорганов делать заимствования. Следовательно, соглашение о ГЧП может утратить законную силу. Вопрос о платежеспособности особо актуален, если данные госорганы не собирают налогов и финансируются из центрального или регионального бюджета, или существуют какие-то иные ограничения на сбор налогов. Ни инвесторы, ни кредиторы не согласятся в течение длительного срока получать оплату от госорганов, если есть малейшие сомнения относительно их правомочности и финансовых возможностей для осуществления выплат. Это ставит вопрос о внесении изменений в национальное законодательство — для предоставления необходимых гарантий.

Инвесторам и кредиторам также может понадобиться подтверждение гарантии от независимого источника финансирования. Такой подход нашел отражение в бразильском законе 2005 года о проектах, осуществляемых на основе PFI. По нему обязательства госорганов по оплате услуг обеспечиваются средствами из отдельного фонда, в который госорганы должны вносить активы, например объекты собственности, в качестве гарантии этих обязательств. В итоге у инвесторов и кредиторов больше уверенности, что удастся избежать вмешательства в оплату со стороны государства. В Корее похожую функцию выполняет фонд государственного сектора (см. § 3.8.2).

Инвесторам и кредиторам, особенно в развивающихся странах, для покрытия рисков неполучения платежа следует прибегать к страхованию политических рисков. Эта тема выходит за пределы данного труда, но рассматривается в книге «Принципы проектного финансирования» (глава 11).



#### § 14.8.4. Готовность объекта и качество услуг

Последствия неготовности объекта или низкого качества услуг обсуждались в § 13.5. Общий их уровень незначителен. В Великобритании, например, ни одно из 700 соглашений о PFI пока не было досрочно расторгнуто из-за неготовности объекта или низкого качества услуг.

#### § 14.8.5. Операционные расходы

Риск превышения прогнозируемой величины операционных расходов придется рассматривать отдельно — в соответствии с их разными категориями. Проектная компания может лишь в ограниченной степени непосредственно контролировать операционные расходы, если большинство из них покрывают субподрядчики, занимающиеся эксплуатацией и техническим обслуживанием объекта. Принципиальный момент здесь — соответствие платежей по соглашениям о субподряде сумме платы за услуги. Рассмотрим возможные категории операционных расходов подробно.

**Расходы на текущее содержание объекта.** Спонсорам еще понадобится убедить субподрядчика, который отвечает за текущее содержание объекта, в необходимости индексации платежей по соглашению о субподряде на основе того же индекса, что применяется в соглашении о ГЧП. (Например, на основе общего ИПЦ, а не связанного с каким-либо конкретным сектором экономики.) В целом субподрядчики неохотно принимают на себя риски в долгосрочном периоде на основе таких индексов. Значит, вероятен пересмотр ожидаемой цены соглашения с использованием информации о ценах за аналогичные услуги на других объектах или при помощи исследования рынка (см. § 11.3.13). Это ставит вопрос о целесообразности включения текущего содержания объекта в соглашение о ГЧП (см. § 13.2).

**Расходы на техническое обслуживание и текущий ремонт объекта** (см. ниже).

**Коммунальные сети.** Другая статья операционных расходов, которую можно включить в соглашение о ГЧП, особенно если речь о строительстве здания, — коммунальные услуги, электро- и теплоснабжение. С ними связаны две отдельные проблемы:

- *Тарифный риск*, то есть стоимость, например, кВт·ч электроэнергии. Проектная компания не может управлять этим риском (если только она не заключает контракт на закупку на длительный срок). Вполне вероятно, что покупка услуг коммунальных сетей государственными органами будет более выгодной — за счет организации массовых закупок и приведения платы за услуги в соответствие с действующими тарифами.
- *Риск недостаточного использования.* Даже если проектная компания не принимает его на себя, как в случае с техническим обслуживанием и ремонтом объекта (см. ниже), то уровень использования повлияет на ее расходы. Более того, если наемные работники государственных органов оставляют окна открытыми, а отопление — включенным, за этим трудно проследить.

С другой стороны, у участников конкурса должен быть стимул для проектирования энергоэффективного здания. Здесь трудно достичь равновесия — плата за услуги может быть скорректирована после первоначального периода эксплуатации, необходимого для оценки реального уровня использования сетей, но это не должно снимать ответственность с участника конкурса за проектирование энергоэффективного здания.

**Страхование.** Это еще одна крупная статья операционных расходов, которая изменяется вне зависимости от ИПЦ. Как говорилось в § 12.4.5, этот риск проектная компания также может разделить с государственными органами при помощи корректировки платы за услуги. Но и в данном случае ей следует не предоставлять полную защиту от роста затрат, а побуждать к сокращению ненужных расходов на страхование.

**Прямые издержки проектной компании.** Если компания сама не занимается эксплуатацией сколько-нибудь значительной части объекта, а передает ее субподрядчикам (см. § 7.6.3), то ее прямые операционные издержки, как правило, невелики и их относительно легко контролировать. Кредиторы могут осуществлять постоянный контроль за величиной этих расходов (см. § 12.2).

### § 14.8.6. Техническое обслуживание и текущий ремонт объекта

Стоимость текущего технического обслуживания, обеспечения жизненного цикла и прочие расходы на текущий ремонт объекта (см. § 10.3.3) — основные статьи операционных расходов. В связи с ними обязательно надо перенести риск из государственного сектора в частный. Как обсуждалось в § 11.3.13, обратный перенос части риска на госорганы при помощи информации о ценах за аналогичные услуги на других объектах или при помощи исследований рынка — не оптимальное решение. Участникам конкурса в ходе подготовки заявок следует тщательно изучить требования к техническому обслуживанию объекта в долгосрочном периоде. Риск, связанный с техническим обслуживанием объекта, имеет две стороны: влияние, которое оказывает вывод объекта из эксплуатации для проведения технического обслуживания, и стоимость этого обслуживания.

Программу проведения технического обслуживания необходимо обсудить при подготовке соглашения о ГЧП. В нее включается обоснованная поправка на простой оборудования — во избежание вычетов или других штрафных мер. В ней определен генеральный график обслуживания, который не допускает серьезных отклонений. Например, во время летних каникул необходимо провести текущий ремонт системы отопления школы и перекрасить здание. Проведение незапланированного текущего ремонта (в случае поломки системы отопления), вероятно, повлечет за собой вычеты вследствие неготовности объекта. Поэтому технический консультант кредиторов проверит четкое соблюдение графика проведения технического обслуживания.

Первоначальный субподрядчик (занимавшийся строительством объекта) может быть заинтересован также и в проведении текущего технического обслу-

живания. Тогда, скорее всего, будет подписано соответствующее соглашение, и риски технического обслуживания перенесут на субподрядчика. (Обычно большая их часть относится к стоимости труда.) И в этом случае невыполнение программы приведет к штрафам. Но если речь о текущем содержании объекта, то штрафы затронут только общую величину дохода субподрядчика. Намного сложнее перенести на него риски, связанные со стоимостью жизненного цикла, или другие значительные риски, касающиеся текущего обслуживания объекта, поскольку их очень трудно спрогнозировать. Если риск не передать субподрядчику, он заметно повлияет на проектную компанию, даже если плата за услуги будет индексироваться в зависимости от индекса цен строительной отрасли, а не общего индекса ИПЦ (см. § 11.3.2). Помимо индексации оплаты существует проблема прогнозирования этих расходов в долгосрочном периоде, и это самый серьезный риск для инвесторов и кредиторов. Резервный счет, где хранятся средства на оплату технического обслуживания, помогает компенсировать прогнозируемые всплески стоимости жизненного цикла или иных основных статей расходов. Но эти деньги не предназначены для компенсации постоянного роста расходов на текущее техническое обслуживание объекта или на его плановое профилактическое обслуживание и ремонт (см. § 12.2.4).

Кроме того, даже если риск недостаточного использования формально остается на госсекторе, то интенсивное использование способно изменить требования к частоте проведения технического обслуживания. В этом смысле проектная компания может принимать на себя часть риска недостаточного использования. Так, увеличение транспортного потока выше ожидаемого уровня способно стать причиной преждевременного капитального ремонта. (Сравните аналогичную ситуацию с риском недостаточного использования коммунальных сетей, о чем говорилось выше.) В проекте, который реализуется по типу концессии, подобное увеличение расходов на использование объекта будет сопровождаться ростом доходов. Но в PFI такого не произойдет, поскольку плата за услуги не основывается на использовании объекта или имеет фиксированный верхний предел, как в случае со скрытой платой (см. § 13.4.5).

Если говорить о любой категории операционного риска, не важно, переносится он на субподрядчика или частично остается на проектной компании, расходы на оказание услуг могут стать столь значительными, что превысят ожидаемую величину. У субподрядчика и у проектной компании останется один выход (с точки зрения рентабельности проекта) — объявить об отказе от исполнения обязательств. В итоге государственным органам придется выбирать между расторжением соглашения о ГЧП и пересмотром схемы распределения риска, забрать себе его часть (см. § 2.6.5). Эта проблема обостряется, если проектная компания отвечает за большое и старое здание или сеть, а не занимается строительством нового сооружения. Тогда ей очень трудно оценить степень необходимости и частоту проведения технического обслуживания, требующегося для поддержания объекта в рабочем состоянии, а значит, перенос риска в частный сектор может оказаться неосуществимым (см. § 14.6.3).

## Глава 15. **Изменения в ситуации и расторжение соглашения**

### § 15.1. **Введение**

В этой главе рассматриваются наиболее важные изменения в обстановке, произошедшие после завершения оформления финансовых аспектов проекта и способные затронуть права любой из сторон соглашения о ГЧП.

- Компенсационные случаи, то есть случаи, связанные с задержкой завершения строительства, с увеличением операционных расходов или расходов на приобретение основного капитала, которые государственные органы вынуждены будут компенсировать проектной компании (§ 15.2).
- Случаи освобождения от ответственности (их также называют кратковременными форс-мажорными обстоятельствами) — ситуации, когда завершение строительства объекта задерживается или его рабочие характеристики не соответствуют требованиям соглашения о ГЧП, но проектная компания при этом не платит никаких штрафов и не получает никакой компенсации от государства (§ 15.3).

Также рассматривается право кредиторов и государственных органов на вмешательство (§ 15.4) и различные сценарии расторжения соглашения о ГЧП:

- отказ проектной компании от исполнения обязательств (§ 15.5);
- досрочное расторжение соглашения по инициативе государственных органов или отказ государственных органов от исполнения обязательств, который расценивается так же, как и отказ проектной компании (§ 15.6);
- досрочное расторжение соглашения вследствие форс-мажорных обстоятельств, то есть не по вине участников соглашения, когда исполнение соглашения о ГЧП не представляется возможным (§ 15.7);
- расторжение по причине коррупции (§ 15.8);
- запланированное прекращение соглашения и передача активов (§ 15.11).

Кроме того, характеризуется положение субподрядчиков при досрочном расторжении соглашения (§ 15.9) и обложение налогами платежей в связи с расторжением соглашения (§ 15.10). Наряду с механизмом начисления платы за услуги (см. главу 13) темой этой главы являются ключевые моменты соглашения о ГЧП, касающиеся финансовых вопросов, то есть те, на которые основное внимание обращают кредиторы. Следует отметить, что в странах общего

права эти положения наверняка входят в соглашение о ГЧП, тогда как в странах с системой гражданского права они могут быть уже прописаны в законодательстве о концессиях и ГЧП или в гражданском и административном праве и не находить отражение в соглашении о ГЧП.

## § 15.2. Компенсационные случаи

Случаи, когда государственные органы компенсируют проектной компании потерю дохода или дополнительные расходы на приобретение основного капитала, подразделяются на три основные группы:

- изменения, которые государственные органы вносят в спецификацию к соглашению о ГЧП («Изменения»);
- события, которые не были вызваны действиями государственных органов, но за которые они берут ответственность;
- изменения в законодательстве.

Положения о компенсационных случаях в соглашении о ГЧП могут также отражаться в соответствующих соглашениях о субподряде. Иными словами, проектная компания вправе потребовать квалификации определенных ситуаций в качестве компенсационных, поскольку соответствующий субподрядчик настаивает именно на такой трактовке данного события в соглашении о субподряде. Как и в остальных ситуациях, связанных с переносом риска, все измеряется и оценивается в денежном эквиваленте. Перед госорганами встает проблема сравнения эффективности расходования денежных средств при покрытии определенного риска в рамках компенсационного случая или оценки и переноса риска на соответствующего субподрядчика (в виде компенсационного случая или с полным переносом риска на субподрядчика) и, таким образом, включения его стоимости в сумму платы за услуги.

### § 15.2.1. Финансовое равновесие

Когда государственные органы несут ответственность за компенсационные случаи, действует принцип «Финансового равновесия». В соответствии с ним размер компенсации проектной компании, ее инвесторам и кредиторам должен обеспечить сохранение их финансового состояния на том же уровне, как и до возникновения компенсационного случая.

Если же он касается только операционных расходов, то их рост компенсируется соответствующим ростом платы за услуги. В ГЧП на основе концессии расходы можно перенести на конечных потребителей, иначе государственным органам придется самим их оплачивать. Впрочем, рост операционных расходов также означает некоторое изменение (связанное с проектом) возникших рисков, которые трудно оценить в количественном выражении.

Если речь о расходах на приобретение основного капитала, то самое простое и экономически эффективное решение — непосредственное финансирование за счет государства. Впрочем, на эти цели средств может и не найтись. В таком

случае государственные органы могут предложить проектной компании привлечь финансирование в счет увеличения платы за услуги. (Допустим смешанный вариант — новый выпуск акций и заимствования.) Однако возможности проектной компании ограничены текущими расходами на приобретение основного капитала, и его нельзя использовать в других целях. Кредиторы согласятся на увеличение размеров займов, но их нельзя заставить согласиться с появлением нового кредитора и получением у него денег под уже существующее обеспечение (см. § 12.6). (Единственное исключение — выпуск неиспользованных облигаций, которые не были проданы и могут быть выпущены после эмиссии основной части облигаций на определенных условиях, а именно: это размещение считается продолжением прежней эмиссии, хотя стоимость облигаций будет определяться из существующей на данный момент рыночной ситуации.) Вряд ли выгодна замена первоначального кредита новым — большим по размеру, за счет которого предполагается покрытие первоначальных и новых расходов: проведение конкурсных торгов на право финансирования новых расходов и на приобретение основного капитала обычно нереалистично.

Если проектная компания все же финансирует расходы на приобретение основного капитала, то увеличение платы за услуги рассчитывается при помощи финансовой модели, где коэффициент покрытия кредиторов и IRR на собственный капитал остаются такими же, как в базовом сценарии. Хотя есть мнение, что IRR на собственный капитал отражает текущую норму доходности от инвестиций с тем же уровнем риска, который более благоприятен для госсектора, поскольку IRR на собственный капитал для реализованного проекта будет ниже (см. § 7.3.2). Однако использование данной финансовой модели для этих расчетов связано с несколькими проблемами:

- Модель первоначально не предназначалась для этой цели, и участники испытают затруднения, прежде чем придут к согласию по поводу своих действий (включая изменения в исходных посылах и в структуре финансовой модели). Это невозможно учесть заранее в соглашении о ГЧП.
- Расчеты должны касаться лишь роста цен, при этом важно избегать ловушки расчета поправок платы за услуги на основе итогового движения кассовой наличности в противовес их незначительным изменениям.

Государственным органам проще согласиться на выплату дополнительной платы за услуги, которая будет непосредственно связана с финансированием предельной величины расходов на приобретение основного капитала, например по аннуитетной схеме на протяжении оставшегося срока действия соглашения о ГЧП, чем пытаться примешивать их к общей финансовой модели. Делать это следует осторожно, поскольку акция может привести к разделению платежей и проблемам с отражением их в балансовых операциях. И все-таки существует альтернативный вариант, связанный с увеличением срока действия соглашения о ГЧП (к нему можно прибегнуть и в случае роста операционных расходов), менее болезненный с точки зрения необходимости повышения платы за услуги. Заранее его нельзя учесть. Для этого потребуются проведение специальных переговоров об изменении соглашения о ГЧП в данный конкретный момент.

Возникновение компенсационного случая на этапе строительства означает не только дополнительные расходы на приобретение основного капитала, но также и задержку завершения строительства. Очевидно, что взимать за это штрафы с проектной компании не надо, а кроме того, государственные органы компенсируют ей любую потерю дохода.

### § 15.2.2. Проведение тендера

В тех компенсационных случаях, когда требуются значительные расходы на приобретение основного капитала, встает вопрос о проведении тендера. Проведение конкурса — дело сложное, поскольку трудно избавиться от монополии проектной компании и ее субподрядчиков. Государственные органы могут получить право на определение стоимости посредством мониторинга рынка, но часто не имеют полной информации о ценах, и здесь наблюдается асимметричность информации в пользу проектной компании (см. § 2.9.9). Даже если у госорганов есть право потребовать от проектной компании проведения тендера, это не так просто сделать по следующим причинам:

- Если основной претендент на проведение работ — один из акционеров проектной компании и одновременно действующий субподрядчик, то он имеет доступ к закрытой информации, а значит, получит преимущество перед другими участниками тендера, которые вряд ли захотят соревноваться в неравных условиях.
- Нежелание участвовать в торгах с их стороны усилится, если действующий субподрядчик имеет право на повторные предложения на тех же условиях, что были представлены в наилучших предложениях других поставщиков, и будет поступать соответственно.
- Третьему лицу нельзя взять на себя работу, поскольку это сделает недействительными обязательства действующего субподрядчика. Например, обязательство сдачи объекта «под ключ» по соглашению о субподряде.

### § 15.2.3. Изменения

Государственным органам необходимо сохранять определенную свободу действий для внесения изменений в спецификацию объекта или услуг, которые должны оказываться по соглашению о ГЧП. Конечно, следует надлежащим образом компенсировать затраты проектной компании. Финансирование изменений — тоже проблема, поскольку проектная компания едва ли располагает для этого необходимыми резервами.

Чаще всего возникают сложности с небольшими изменениями, не затрагивающими требований к оказанию услуг. Их устранить просто. Например, утвердить ежегодный и подробно расписанный бюджет ассигнований для внесения таких изменений, а госорганы просто оплачивают дополнительные расходы — операционные или на приобретение основного капитала. Проектная компания — монополист и может завысить, скажем, стоимость монтажа новой

системы освещения. Эти вопросы решаются с учетом времени и величины дополнительной оплаты. Поэтому обе стороны должны устраивать быстрая и простая процедура согласования незначительных изменений. Кредиторам же не следует вмешиваться в решение подобных незначительных вопросов.

Более существенные изменения, которые вызывают серьезные затраты на приобретение основного капитала, требования по оказанию услуг или величину операционных расходов, чреваты риском, нарушением финансового равновесия, проведением тендера. Вместе взятые, эти проблемы способны сильно ограничить возможности соглашения о ГЧП в долгосрочном периоде (см. § 2.12). Что же касается риска, то масштаб вероятных изменений необходимо ограничить.

- Изменения не должны затрагивать характер соглашения о ГЧП. Например, увеличение стоимости строительства на 50%, конечно, неприемлемо. Поэтому надо установить некоторые общие рамки. Так, согласно испанскому законодательству о ГЧП, «*ius variandi*» (право вносить изменения) государственных органов не превышает 20% от стоимости проекта. Объект нельзя разделить на две равные по размеру части или тюрьму превратить в больницу.
- Изменения не могут увеличивать риски, которые проектная компания принимает на себя по соглашению о ГЧП. Например, препятствия по оказанию требуемых услуг или требования, делающие недействительными разрешения на эксплуатацию.

Кредиторы, как правило, контролируют обсуждение этих вопросов, поскольку проектная компания не может пойти на какие бы то ни было изменения в соглашении о ГЧП без их согласия.

Бывает, изменение не требует затрат и даже экономит деньги. В таком случае корректируется величина платы за услуги, однако приведенные выше положения о недопустимости изменения характера проекта и связанных с ним рисков здесь имеют силу. Точно так же необходимо разработать процедуру, согласно которой проектная компания вносит предложения, способные принести пользу государственным органам, и определить порядок распределения полученных в результате выгод между государством и проектной компанией. Тогда у нее будет стимул для внесения подобных предложений. И, наконец, необходимо составить и внести в соглашение о ГЧП специальный график рассмотрения предложений об изменениях, определяющий время, требующееся проектной компании для рассмотрения предложения о внесении изменений, и длительность последующих дискуссий.

#### § 15.2.4. Риски государственных органов

Государственные органы могут в соответствии с соглашением о ГЧП нести ответственность за проблемы, связанные с проектными рисками во время строительства, особенно если они относятся к площадке проекта (см. § 14.5). Если риски вызывают задержку завершения строительства или дополнительные рас-



ходы на приобретение основного капитала, государство должно компенсировать потерю дохода или дополнительные затраты. В таком случае компенсацию выплачивают непосредственно, а не корректируют величину платы за услуги. И не ожидают получения проектной компанией дополнительного финансирования для проведения изменений. (Хотя это может стать альтернативным вариантом, если проектная компания хочет и способна оплачивать эти расходы так же, как это происходит в случае внесения изменений.) Само собой разумеется, проектная компания в этом случае освобождается от выплаты неустойки за задержку завершения строительства (см. § 13.3.4).

У государственных органов также могут быть бессрочные обязательства такого рода на этапе эксплуатации, касающиеся ущерба, нанесенного объекту госперсоналом или лицами, за которых государство несет ответственность. Например, учащимися школы.

Граница между компенсационными случаями и случаями освобождения от ответственности размыта, и на нее влияет желание или нежелание субподрядчиков принимать на себя эти риски. Компромисс достигается, когда проектная компания, а значит, и ее субподрядчики до некоторой степени принимают на себя первый уровень риска в виде освобождения от ответственности, а равномерное распределение риска считается компенсационным случаем. Тогда проблему частично решают при помощи страхования.

Более сложные изменения ситуации сильно влияют на те проекты, где происходит перенос риска недостаточного использования. Например, решение о строительстве новой дороги, которое негативно отразится на уже существующей концессии. И управляющая ею проектная компания вправе ожидать компенсации за потерю дохода (см. § 14.8.2), но определить и точно оценить ее трудно. Когда связь проследить еще сложнее (повышение налога на топливо привело к сокращению транспортного потока в целом), то еще труднее установить, какая компенсация разумна, если она вообще должна быть. Когда стороны приходят к соглашению, что такие риски должно покрывать государство, то рост дорожных сборов или продление срока действия соглашения о ГЧП рассматривается в качестве компенсации потерь проектной компании — вместо непосредственных компенсационных выплат от государства. Это предмет переговоров в каждом конкретном случае, потому что придется предусмотреть все наперед. Обеспечение изменений в политике — еще одна причина, по которой перенос риска недостаточного использования в частный сектор вряд ли уместен (см. § 14.8.1).

Другая вероятная зона ответственности государственных органов — ущерб, который третьи лица могут понести при использовании объекта. Его покрывают при помощи страхования (см. § 12.4.3), но это неэффективное расходование денежных средств. Например, в США государство обычно оставляет за собой ответственность в отношении третьих лиц при реализации проектов на транспорте, а не переносит ее на проектную компанию.

### § 15.2.5. Изменения в законодательстве

Одна из основных проблем политики в том, что правительство не может запретить своим преемникам менять законы. Едва ли мы найдем в соглашениях

о ГЧП гарантии защиты от изменения законов. Впрочем, государственные органы могут пойти на внесение пункта: если закон изменяется и это по признанию сторон причиняет ущерб проектной компании и ее инвесторам, то они получают соответствующую компенсацию.

Изменения в законодательстве могут напрямую касаться проекта ГЧП, быть конкретными: сокращение выбросов мусоросжигательного завода, увеличение расходов на приобретение основного капитала, новые требования к безопасности объекта, приводящие к увеличению операционных расходов. Есть и более общие вопросы, влияющие на проектную компанию: другие ставки налогов, новые требования к пенсионным отчислениям работников. У компании может не хватить потока кассовой наличности или финансовых ресурсов, чтобы приспособиться к изменениям.

Есть две крайние точки зрения. Первая: госорганы — часть государства, которое и вносит изменения в законодательство, а значит, должно компенсировать последствия. Вторая: проектная компания ничем не отличается от любой другой компании в стране, и ее не следует защищать от коммерческих рисков, которым подвержены остальные. Более того, определенные госорганы не имеют возможности повлиять на внесение изменений в законодательство. Перенос стандартных для соглашения о ГЧП рисков происходит между двумя этими крайностями:

- Расходы переносятся на конечных потребителей (в случае концессии) или покрываются за счет государственных органов (если речь о PFI). Объект создается для государственного сектора, а значит, госорганы должны полностью оплачивать затраты.
- Расходы следует покрывать государственным органам, поскольку эти расходы, по сути, дискриминационные меры по отношению к ГЧП.
- Более общие изменения в законодательстве, которые влияют на операционные расходы, следует отнести к рискам проектной компании, поскольку они вызывают общие расходы на ведение бизнеса, все инвесторы и кредиторы вынуждены их учитывать. Индексация изменения цен в соглашении о ГЧП (см. § 11.3) несколько защищает от подобного увеличения затрат. Если речь о концессии, то расходы можно перенести на конечного потребителя, при условии, что это экономически оправданно.
- Изменения в общем законодательстве, которые требуют затрат на приобретение основного капитала, создают больше проблем, потому что у проектной компании нет ресурсов для финансирования любых крупных расходов подобного рода. Кредиторы могут потребовать, чтобы проектная компания создала резервный счет для компенсации изменений в законодательстве (см. § 12.2.4). Но на самом деле это неэффективное использование потока кассовой наличности. Изменений может и не быть, а если они произойдут, то, скорее всего, об этом объявят заранее, и у компании будет время для создания фонда из постоянного потока кассовой наличности. Государственные органы могут обнаружить, что наиболее эффективное расходование средств — установление максимальной общей величины компенсации. Ее превышение приведет к переносу риска на государство. Возможен

и такой вариант: госорганы соглашаются на финансирование  $x\%$  от стоимости таких изменений (возможно, по скользящей шкале, где первая часть расходов, равная  $\alpha\%$ , финансируется проектной компанией на 100%, следующая часть, равная  $\beta\%$ , на 75% и т. д.). Тогда у проектной компании остается стимул для финансирования расходов на приобретение основного капитала по наиболее выгодной цене. Помимо ОЭРС существует аргумент, имеющий политическую подоплеку: если бы госорганы сами занимались эксплуатацией объекта, то им бы и пришлось нести расходы на приобретение основного капитала.

### § 15.3. Случаи освобождения от ответственности

Эти случаи не относятся к компенсационным, но влияют на производственные показатели проектной компании, и участники проекта признают их неподконтрольными проектной компании. Их также называют «временными форс-мажорными обстоятельствами». Тогда проектная компания освобождается от ответственности за неспособность обеспечить производственные показатели в соответствии с соглашением о ГЧП. Если компания не оказывает услуг, то плата за услуги не выплачивается и проектная компания должна принять на себя возросшие расходы или потери дохода. С другой стороны, госорганы не могут требовать от проектной компании выплаты неустойки (см. § 13.3.4) или штрафов (см. § 13.4.6) или досрочного расторжения соглашения о ГЧП (см. § 15.5). Конечно, проектной компании придется предпринять меры для решения проблемы. Освобождение от ответственности дает ей «время», тогда как компенсационные случаи — «время и деньги». Однако освобождение от ответственности обычно не предполагает продления срока действия соглашения о ГЧП в целом, то есть дата окончательного завершения не переносится.

Случаи освобождения от ответственности включают:

- страховые ситуации, такие как пожары, взрывы, случайные повреждения и т. д.;
- гражданские беспорядки;
- забастовки, затрагивающие промышленность в целом (а не те, что связаны с данным проектом или любым субподрядчиком);
- срыв работ по вине третьих лиц при выполнении основных или вспомогательных работ (см. § 14.5.7);
- срыв поставок от коммунальных сетей.

Как обсуждалось в § 15.2.4, некоторые события (например, археологические раскопки) по своим последствиям могут отчасти считаться случаями освобождения от ответственности, а отчасти — компенсационными. Хотя обычно срок соглашения о ГЧП не подлежит продлению при освобождении от ответственности. Иногда это может означать эффективное расходование средств по сравнению с компенсационными случаями. Событие, которое делает невозможным дальнейшее осуществление проекта (а не вызывает его задержку), квалифицируется как форс-мажорное обстоятельство (см. § 15.7).

## § 15.4. Вмешательство и замена

### § 15.4.1. Вмешательство в чрезвычайных ситуациях

С точки зрения госсектора, главная цель проекта ГЧП — оказание коммунальных услуг. И бывают ситуации, когда госорганы вмешиваются, чтобы установить контроль над объектом для непрерывного оказания услуг при возникновении риска для здоровья и жизни людей, для выполнения условий соглашения или обеспечения национальной безопасности.

Если проектная компания не отказывается от исполнения обязательств в соответствии с соглашением о ГЧП и продолжает сотрудничать с госорганами, ей следует выплачивать нормальную плату за услуги. Если же отказывается, то государственным органам придется вмешаться, чтобы исправить ситуацию. Тогда их расходы следует компенсировать за счет сокращения платы за услуги. Впрочем, это не должно стать поводом для отказа от процедуры расторжения соглашения (см. § 15.5), то есть вмешательство возможно при определенных обстоятельствах. Госорганам также надлежит убедиться, что их право на вмешательство указано в соглашениях о субподряде, так же как и любые права, связанные с принятием обязательств по соглашениям о субподряде после досрочного расторжения этих соглашений при отказе проектной компании от исполнения обязательств (см. § 15.5). Так или иначе, госорганам следует передать неконкретизированное право доступа на объект для контроля за ходом работ и производственными показателями в соответствии с соглашением о ГЧП.

### § 15.4.2. Вмешательство кредиторов и замена

Когда у проектной компании начинаются трудности, кредиторы стремятся взять ситуацию под контроль. Госорганы тоже в этом заинтересованы, потому что решение проблем, безусловно, предпочтительнее расторжения соглашения. Общие гарантии дают кредиторам право на вмешательство, например путем замены субподрядчиков (см. § 13.5.3). Прямое соглашение с госорганами (см. § 12.3.3) предоставляет им время и возможность для решения проблем без уведомления госорганов об их появлении. Тем самым оно предупреждает принятие преждевременных решений со стороны государства. Различные варианты действий и степень участия кредиторов можно указать в прямом соглашении.

**Уведомление.** Государственные органы согласны уведомить кредиторов, что намерены рассмотреть расторжение соглашения о ГЧП из-за отказа проектной компании от исполнения обязательств или если штрафы, вычеты или штрафные очки (см. § 13.5.2) проектной компании превысили определенный порог. Это дает кредиторам право на участие в обсуждении ситуации совместно с государственными органами.

**Сроки устранения нарушений.** Если проектная компания не может исполнять обязательства (и если предположить, что эту ситуацию можно исправить), то прямые соглашения дают кредиторам «срок для устранения нарушений»,

дополнительное время для восстановления способности проектной компании исполнять обязательства. Эти сроки ограничены — одна или две недели, если проектная компания не в состоянии рассчитаться, когда приходит срок оплаты. Когда затрагивается финансовая сторона проекта, неспособность обеспечить эксплуатацию объекта на уровне минимальной готовности или качество услуг более длительны, и, как правило, они составляют около шести месяцев, если кредиторы предпринимают активные действия для решения возникшей проблемы.

**Вмешательство.** Прямое соглашение также должно давать кредиторам право назначить номинальное лицо, которое возьмет на себя обязательства проектной компании параллельно с проектной компанией. Фактически данное лицо будет отвечать за осуществление проекта, но при этом проектная компания формально остается контрагентом государственных органов. Вмешательство — временная мера, которая дает время для поиска долгосрочных решений проблем проектной компании и поэтому ограничивается, как правило, шестью месяцами.

Нормальные выплаты вследствие неготовности и прочие вычеты из платы за услуги, как и начисление штрафных очков, не следует прекращать, когда кредиторы осуществляют вмешательство. Но нельзя допускать и расторжения соглашения о ГЧП, пока кредиторы предпринимают активные действия для решения проблем.

Кредиторы сопротивляются любым требованиям о предоставлении гарантии исполнения обязательств проектной компании в обмен на то, что им позволили вмешаться. Потому что государственные органы оказываются в более выгодном положении. С другой стороны, кредиторы тем самым лишают себя возможности взять ситуацию под контроль. Даже если они принимают ответственность за те обязательства, которые невозможно компенсировать за счет платы за услуги, они не берут на себя долгосрочных обязательств. Например, довести техническое обслуживание объекта до заданных условий эксплуатации, прежде чем передать его государственным органам (см. § 15.11). Это имеет смысл лишь тогда, когда вмешательство ограничивается определенным периодом.

**Замещение.** Обычно кредиторы имеют право на «замещение» — назначение нового лица, принимающего на себя обязательства проектной компании, которая с этого момента прекращает участвовать в проекте. Исключение — ситуации, когда есть возможность возврата проектного соглашения после выплаты долга кредиторам, поскольку проектная компания оставляет за собой право на любые излишки кассовой наличности, полученной после выплаты задолженности. Это новое лицо должно принять на себя любые накопившиеся обязательства, однако начисление штрафных очков необходимо начать с нуля, иначе кредиторам трудно найти лицо, которое захочет принять на себя обязательства проектной компании. Это маскирует продажу проекта лицу, приобретающему его на длительный срок, и в действительности — разновидность сделки по продаже на открытом рынке под контролем кредиторов, о чем идет речь в § 15.5.5. Само по себе это вызывает опасения, что независимой процедуры проведения конкурса впоследствии не получится.

Государственные органы могут позволить кредиторам осуществлять их право на вмешательство и замещение в случаях неисполнения обязательств в соответствии с финансовой документацией, поскольку кредиторы могут пожелать вмешаться, даже если соглашение о ГЧП не нарушается.

В действительности, как сказано в § 12.3, основная цель передачи таких полномочий кредиторам — стремление держать их в курсе, если дела начинают идти не так, в расчете на то, что кредиторы принудят проектную компанию исправить ситуацию. Закрепление в документах прав на вмешательство и замещение предполагает, что пользоваться ими придется редко.

### **§ 15.5. Досрочное расторжение соглашения по причине отказа проектной компании от исполнения своих обязательств**

Точно так же для проектной компании необычна ситуация, когда она оказывается неспособной исполнять свои обязанности (в ситуации дефолта), поскольку в этом случае соглашение о ГЧП будет расторгнуто (см. § 14.7.4, 14.8.4). Обычно кредиторы заинтересованы в ее разрешении с помощью других средств, например дополнительного финансирования для поддержки проекта (см. § 16.4.4). Им невыгодна потеря контроля вследствие объявления дефолта. Но, конечно, государственным органам необходимо держать дубинку с надписью «расторжение соглашения» наготове, чтобы побуждать кредиторов к действиям.

Случаи отказа от исполнения обязательств (дефолт) проектной компанией, которые дают госорганам право досрочного расторжения соглашения, должны носить столь фундаментальный характер, что объект больше не оказывает необходимых услуг. Кратковременную неспособность осуществлять услуги можно в целом разрешить при помощи штрафов или вычетов (см. § 13.5.1–13.5.2), а не досрочного расторжения соглашения. Ниже приводятся случаи, подходящие под определение «фундаментальные».

- Неспособность построить объект или его неготовность в течение длительного периода («прекращение работ»).
- Приостановка выдачи займов кредиторами. Она используется, чтобы при появлении у проекта серьезных проблем как можно раньше усадить государственные органы за стол переговоров. В ходе переговоров можно встретиться с сопротивлением кредиторов, если они хотят решить проблему самостоятельно.
- Дата ввода в эксплуатацию не совпадает с согласованной предельной датой (см. § 13.3.4).
- Не происходит выплата неустоек или штрафов.
- Вычеты в связи с неготовностью объекта превышают определенный процент платы за услуги в течение  $x$  месяцев.
- Накопленные штрафные очки превышают пороговый уровень (см. § 13.5.2).
- Продолжают возникать другие незначительные нарушения (что не означает начисление штрафных очков), проблемы остаются нерешенными, несмотря

на предупреждения от государственных органов, — это называется «повторяющиеся нарушения». Обычно переговоры по таким вопросам проходят очень трудно.

- Банкротство/несостоятельность проектной компании.
- Нарушение других принципиальных положений соглашения о ГЧП, например отказ от страхования или существенный отказ от поддержания здоровья и безопасности пользователей объекта.

Если, как это обычно и бывает, государственные органы — владельцы объекта, а проектная компания имеет лишь права, основанные на договоре, проектная компания и ее кредиторы ничего не получают при расторжении соглашения о ГЧП. В конце концов, его заключают для долгосрочного оказания услуг, и если этого не происходит, то компенсацию следует выплачивать госорганам, а не проектной компании.

В первых дорожных проектах DBFO в Великобритании выплата «штрафа за преждевременное расторжение соглашения о ГЧП» при отказе проектной компании от исполнения обязательств (также используется термин «компенсация при расторжении соглашения») не была предусмотрена. Это объяснялось бытовавшим мнением, что дефолт, ведущий к досрочному расторжению соглашения, в принципе невозможен, а значит, определение суммы «штрафа за преждевременное расторжение соглашения о ГЧП» не имеет смысла. У кредиторов оно по вполне понятным причинам вызывает беспокойство, и выплату штрафа они считают вполне нормальным явлением. Ведь очевидно, что раз объект построен, он уже имеет какую-то стоимость. Следовательно, нелогично, если у государственных органов будет пусть даже гипотетическое право на получение непредвиденных прибылей путем приобретения актива, за который они ничего не заплатили. Хотя если по какой-то причине госорганы отказываются от объекта (см. § 15.11), то оснований для выплаты штрафа нет. (Точно так же в проектах, которые реализуются в частном секторе в рамках соглашений о закупке электроэнергии, покупатель платит штраф, если он решает принять предприятие, хотя и не обязан этого делать.) Это не та сторона соглашения о ГЧП, которая сильно беспокоит инвесторов, поскольку можно сделать разумное предположение, что, когда дело дойдет до дефолта, акции к тому моменту обесценятся.

Государственные органы могут возражать против выплаты штрафа по простой причине: нет средств. Ведь смысл ГЧП состоит в привлечении средств для его финансирования не из государственного бюджета. Проблему можно решить с помощью выплат в рассрочку на протяжении оставшегося срока действия соглашения о ГЧП (или с помощью продажи на рынке, о чем речь ниже). Кредиторам не следует возражать против выплаты в рассрочку, поскольку вместо значительного риска, связанного с проектной компанией, они получают незначительный риск, связанный с государственными органами. В действительности можно привести доводы в пользу выплаты процентов по отсроченным платежам, имеющим более низкую кредитную маржу, чем та, что выплачивает проектная компания, — она отражает снижение риска.

Существует несколько методов для расчета «штрафа за досрочное расторжение соглашения о ГЧП»:

- выплата непогашенной задолженности (§ 15.5.1);
- стоимость активов (§ 15.5.2);
- NPV (чистая приведенная стоимость) прогнозируемого движения кассовой наличности (§ 15.5.3);
- скорректированный расчет базового сценария (§ 15.5.4);
- продажа права на заключение соглашения о ГЧП (§ 15.5.5), в этом случае государственным органам не придется платить штраф, поскольку это делает покупатель.

К тому же существует и другое решение при дефолте на этапе строительства (§ 15.5.6), а также возможность использования комбинации описанных выше способов (§ 15.5.7).

Во всех случаях, кроме продажи на открытом рынке, из суммы штрафа следует вычесть стоимость наличности, хранящейся на любых резервных счетах (см. § 12.2.4), или другое обеспечение, которое находится в руках кредиторов (например, гарантийный фонд спонсоров или неиспользованный собственный капитал). Государственные органы также могут вычесть из суммы штрафа собственные расходы на расторжение соглашения, включая стоимость конкурса по поиску нового поставщика услуг.

### § 15.5.1. Выплата оставшейся части долга

В первой модели ВОТ в Турции (см. § 1.4.3) предусматривалась гарантия возврата долга после завершения строительства, то есть его полная выплата кредиторам при расторжении соглашения в случае дефолта. Но инвесторы тогда не получали ничего. Эта схема также использовалась в первых ГЧП в Греции и имела преимущество — позволяла вернуть долг, что в ином случае не удавалось. Но перенос риска в частный сектор ограничивался величиной собственного капитала компании, и данная схема помогала сделать так, что проект оставался на балансе государственного сектора и подчинялся правилам бухгалтерского учета (которые обсуждались в § 5.5). Более того, у кредиторов не было достаточного стимула для проведения предварительной экспертизы, подробного мониторинга проекта или решения любых проблем.

Данный метод оплаты также ставит вопрос, кто обязан следить за суммой невыплаченного долга:

- Должен ли размер долга на момент расторжения соглашения равняться сумме, указанной в базовом сценарии?
- Или это должен быть действительный остаток невыплаченного долга, включающий средства, возврат которых был отложен из-за трудностей с движением кассовой наличности? Или дополнительного долга, возникающего в результате рефинансирования (см. § 16.4.3), либо привлечения дополнительных средств для спасения проектной компании от финансовых трудностей (то есть вынужденного рефинансирования — см. § 16.4.4)?

Другая проблема — расходы, связанные с досрочным погашением сделок по хеджированию, например свопа процентной ставки (см. § 11.2.3). Если



цель — защитить интересы кредиторов, то на это придется пойти (хотя, с другой стороны, при появлении прибыли от расторжения соглашения этим следует воспользоваться государственным органам). Но, конечно, не стоит платить кредитную премию по любому будущему свопу, поскольку нет причин оплачивать поставщику свопа потерю будущих прибылей.

Проблемы, связанные с контролем величины невыплаченного долга и штрафов, выплачиваемых при расторжении соглашения, появляются в других сценариях досрочного расторжения соглашения, особенно когда государственные органы выплачивают долг. Дальнейшие рассуждения по этой схеме приводят нас к тому, что госорганы просто выплачивают долг (или принимают его на себя) после завершения строительства (см. § 17.3.2).

### § 15.5.2. Стоимость активов

Подобное решение проблемы применяется, к примеру, в испанском законодательстве, которое касается концессий и PFI. Решение основывается на принципе «Responsabilidad Patrimonial de la Administracion» (то есть имущественной ответственности государства). В соответствии с ним при досрочном расторжении соглашения государственные органы должны оплатить:

- стоимость земли, приобретенной проектной компанией;
- стоимость строительства в рамках, определенных базовым сценарием (то есть исключая перерасход средств);
- стоимость оборудования объекта.

Из этих выплат производятся вычеты на величину любых амортизационных отчислений (они должны примерно соответствовать доходам от проекта, полученным к тому моменту), а также ущерба, нанесенного государственными органам, который, по-видимому, включает расходы на доведение объекта до стандартов, определенных в соглашении о ГЧП. Существует известная неопределенность — как применять это на практике в Испании и в других странах, где никогда не происходило расторжения соглашения из-за отказа участников ГЧП исполнять свои обязательства.

Данный подход не учитывает стоимость замены долгосрочного элемента обслуживания и операционных расходов по соглашению о ГЧП, так как касается только затрат на приобретение основного капитала без снижения стоимости проекта, потому что операционные расходы и расходы на текущее техническое обслуживание объекта оказались выше ожидаемых. Но это отражает мнение, что ГЧП в первую очередь создаются для привлечения капиталовложений, а не предоставления услуг в долгосрочном периоде.

### § 15.5.3. NPV ожидаемого движения кассовой наличности

Расчет справедливой рыночной стоимости (CPC) позволяет оценить ожидаемую величину движения кассовой наличности проектной компании с учетом результатов ее деятельности на тот момент (а значит, скорее всего, уровнем

дохода и вычетов из суммы платежа) и дальнейших расходов на приобретение основного капитала, необходимого для решения любой проблемы. Чтобы рассчитать сумму штрафа за досрочное расторжение соглашения, движение кассовой наличности уменьшается на величину рыночной ставки для данного проекта в данной ситуации. Понятно, что если госорганы каким-то образом поддерживают доходность проекта (см. § 13.4.3), то стоимость этой поддержки надо вычесть при расчете СРС.

Этот способ позволяет добиться справедливого расчета в теории, но на практике у участников будут разногласия с оценкой ожидаемого движения кассовой наличности или величиной дисконтной ставки, и независимый арбитр согласится, что все не так просто. Впрочем, поскольку дефолт происходит очень редко, самый простой выход — придерживаться этого способа.

#### § 15.5.4. Расчет скорректированного базового сценария

В отношении проектов PFI применяется другой способ расчета СРС — на основе скорректированного базового сценария. Этот СРС представляет собой NPV будущей платы за услуги, при условии отсутствия штрафов и вычетов и за вычетом:

- будущих расходов на приобретение основного капитала и операционных расходов, соответствующих базовому сценарию;
- будущих дополнительных расходов (операционных или на приобретение основного капитала), необходимых для того, чтобы объект или его производственные показатели соответствовали стандартам, определенным в соглашении о ГЧП.

Обратите внимание, что:

- здесь не учитываются налоги;
- здесь следует использовать номинальные величины и номинальную процентную ставку, если только плата за услуги не индексируется полностью, в противном случае можно использовать реальные показатели и реальную процентную ставку (см. § 11.3.1);
- при использовании номинальных величин для оценки темпов инфляции необходимо использовать согласованную базу; чем ниже предполагаемый уровень инфляции, тем выше NPV выплаты, которую производят государственные органы (потому что фиксированная часть платы за услуги, предназначенная, например, для обслуживания долга, дисконтируется при помощи более низкой процентной ставки).

Данный метод не очень хорошо работает в отношении концессии, поскольку в этом случае требуется реалистичная оценка дохода, а не та, что указана в базовом сценарии. Об этом — в § 15.5.3.

В использовании метода есть еще одна трудность — выбор процентной ставки для дисконтирования. Если предположить, что на следующий день после завершения строительства проектная компания отказывается от исполнения обязательств и отпадает необходимость в дополнительных расходах на осуществление проекта, тогда IRR проекта, согласно базовому сценарию

(см. § 7.3.1 — то есть величина IRR без учета схемы финансирования), является подходящей ставкой. Ведь величина NPV будет точно совпадать с собственным капиталом и займами, которые использовались для финансирования проектной компании, что также представляет собой CPC проекта на тот момент. Впрочем, если IRR проекта (относительно высокая ставка) используется в качестве дисконтной ставки для дополнительных расходов, то это неблагоприятно для госсектора:

- Предположим, что IRR проекта равна 8%, а величина дополнительных расходов составляет 1000 в год.
- Государственным органам будут платить 926 ( $1000 \div 1,08$ ).

Норма прибыли государственных органов на эти средства будет равняться:

- либо PSDR;
- либо предельным издержкам государственных органов на привлечение финансирования, с этой целью можно использовать данную наличность;
- или ставке, которую государственные органы могут получить, поместив средства на депозитный счет в банке.

В любом из этих случаев норма прибыли вполне может быть ниже IRR проекта (например, 6% вместо 8%), а это значит, что за год государственные органы получают  $926 \times$  (предположим)  $1,06 = 981$ , то есть средств не хватит для выплаты дополнительных расходов в размере 1000.

Можно привести аргумент в поддержку использования любой другой процентной ставки (PSDR или одной из указанных выше) для будущих дополнительных расходов, преодоления дефолта проектной компании, сохраняя вместе с тем IRR проекта в качестве процентной ставки для движения кассовой наличности в соответствии с базовым сценарием. Это отражает реальную ситуацию, когда покупатель, приобретающий проектную компанию на открытом рынке, должен принимать во внимание, что проект потерпел неудачу и ему потребуются дополнительные расходы для исправления ситуации. А значит, необходимо использовать более высокую процентную ставку для всего движения кассовой наличности — по сравнению с той, что первоначально применялась в базовом сценарии. Того же конечного результата можно добиться, если использовать более низкую процентную ставку для дополнительных расходов в сочетании с IRR проекта (указанной в базовом сценарии) для расходов, определенных в базовом сценарии. Альтернативное решение — выбор разумной на тот момент процентной ставки и применение ее ко всему движению кассовой наличности, что, по сути, приведет к тому же результату, что и в расчетах CPC, о которых речь в § 15.5.3.

Впрочем, если использовать IRR проекта (указанную в базовом сценарии) в качестве дисконтной ставки, то можно упомянуть о необходимости ее корректировки в соответствии с текущими рыночными ставками процента, потому что их будет учитывать в своих расчетах новый покупатель. Если процентные ставки падают, то госорганы заплатят больше (из-за более низкой процентной ставки). С другой стороны, стоимость ее финансирования — штраф за досрочное расторжение соглашения — будет ниже. И наоборот. Точно так же необ-

ходимо учитывать изменения в базовом уровне инфляции. Для расчета этой корректировки при условии использования номинальной процентной ставки применяется следующая формула:

$$(1 + PIRR + r^2 - r^1) \times (1 + i) - 1,$$

где *PIRR* — это реальная IRR проекта;  $r^1$  — реальная ставка доходности по государственным облигациям на момент завершения оформления финансовых аспектов проекта (для средневзвешенного срока непогашенной части кредита);  $r^2$  — реальная ставка доходности по государственным облигациям на момент отказа проектной компании от исполнения обязательств (для средневзвешенного срока непогашенной части кредита); *i* — предполагаемый уровень инфляции на момент отказа проектной компании от исполнения обязательств.

### § 15.5.5. Продажа на открытом рынке

И, наконец, последний вариант — неполное расторжение соглашения о ГЧП государственными органами. А продажа прав, которыми владеет проектная компания, производится на открытом рынке — «со всеми изъятиями». То есть участникам конкурса придется понести дополнительные расходы для исправления проблем и/или учитывать, что уровень текущих доходов не достигает величины, указанной в базовом сценарии, но в само соглашение о ГЧП при этом изменения не вносятся. Выручка от продажи перечисляется проектной компании в качестве штрафа за досрочное расторжение соглашения (или государственным органам, которые будут выплачивать деньги проектной компании). Соглашение о ГЧП переводится на покупателя, и с ним заключается точно такое же соглашение. (Кредиторы могут добиться того же результата при помощи замены в соответствии с прямым соглашением — см. § 15.4.2, преимущество в том, что продажу контролируют они, а не госорганы.)

Этот метод, впервые предложенный в типовом договоре 1999 года, составленном рабочей группой при казначействе Великобритании, имеет следующие преимущества:

- Он устанавливает истинную СРС соглашения о ГЧП.
- Он позволяет избежать любых случайных поступлений от избыточной стоимости (которые едва ли могут быть) в адрес государственных органов.
- Он позволяет дольше оказывать услуги, а не приводит к полному расторжению соглашения.

Трудность в том, что отказы от исполнения обязательств случаются так редко, что кредиторы не уверены в наличии реального и ликвидного рынка соглашений о ГЧП. Попытаемся дать определение ликвидного рынка. Например, это какое-то количество инвесторов, желающих участвовать в конкурсе. Но если такие аукционы не проводятся регулярно, то кредиторам непросто понять, как это происходит на самом деле, рынок считается ликвидным,

но никто не желает ничего покупать, и кредиторы останутся ни с чем. С другой стороны, если отказа от исполнения обязательств никогда не случится, кредиторы, вероятно, согласятся с использованием этого метода. (Вспомним предыдущие варианты: ССРФИ — «Стандартизация соглашений о PFI» — допускает использование метода, описанного в § 15.5.4, когда удается доказать, что ликвидного рынка не существует.)

### § 15.5.6. Отказ от исполнения обязательств на этапе строительства

Все приведенные выше формулы применимы как на этапе строительства, так и на этапе эксплуатации. Впрочем, проблему отказа от исполнения обязательств на этапе строительства можно решать иначе, на том основании, что это самый серьезный провал проектной компании. В этом случае стандартный метод — выплата штрафа за досрочное расторжение соглашения в размере, равном стоимости строительства по базовому сценарию (включая расходы на текущее содержание объекта) за вычетом чистой приведенной стоимости (NPV) расходов на завершение строительства объекта в соответствии с необходимыми нормативами.

### § 15.5.7. Усиление финансирования

И, наконец, существует еще один метод — гибрид тех, что описаны выше. В нем гарантия частичного погашения долга (см. § 15.5.1) — обеспечение выплаты гарантированного минимума — сочетается с одним из методов, приведенных в § 15.5.3–15.5.5. В итоге это дает самую большую сумму. Так, в ЮАР в типовом соглашении о ГЧП говорится, что кредиторам будет выплачиваться сумма, превышающая:

- стоимость на открытом рынке, как в § 15.5.5;
- скорректированный базовый сценарий, как в § 15.5.4, если не происходит продажи на открытом рынке;
- или фиксированный процент задолженности — требования к его величине необходимо указать в начальной заявке на участие в конкурсе.

Последний фактор оказывает такое же влияние, как и *Cession de Créance* («уступка денежного требования») во французском праве (см. § 13.5). Гарантия финансирования основывается на предположении, что едва ли сумма, причитающаяся к выплате кредиторам после завершения строительства, будет меньше, скажем, 75% от суммы невыплаченного долга. После завершения строительства объекта и его эксплуатации в течение какого-то времени государственные органы готовы обеспечить выплату 75% долга, что должно понизить расходы и отразиться на величине платы за услуги. Госорганы могут указать, что обеспеченная и необеспеченная части долга должны быть «скреплены», то есть их нельзя разделить и продать по отдельности. Это делается для того, чтобы у кредиторов был стимул для защиты обеих частей долга. Хотя, наверное, невозможно препятствовать фактической продаже одной части посредством соглашений о при-

соединении или деривативного соглашения. Риск акционеров, конечно, останется на прежнем уровне. Государственные органы могут утверждать, что долги и присоединенное гарантийное обязательство не следует включать в государственный бюджет, поскольку нет реальных шансов, что обеспечение востребуется (см. § 5.5), так как стоимость проекта на открытом рынке всегда будет превышать 75% долга. Этот способ может стать альтернативой обеспечения минимального уровня дохода после завершения строительства (см. § 13.4.3).

### **§ 15.6. Расторжение соглашения по желанию заказчика или отказ государственных органов от исполнения обязательств**

Расторжение соглашения по инициативе государственных органов также называется расторжением сделки по желанию властей или расторжением «для удобства». При дефолте участники обычно ведут себя, как и во всех подобных случаях, если только расходы на дефолт не превышают нормальных. В противном случае они прибегают к расторжению соглашения по инициативе государственных органов, и наоборот. Отказ госорганов от исполнения обязательств — маловероятное событие. Действия, способные вызвать дефолт, включают:

- отказ от выплаты любых причитающихся проектной компании сумм при условии соблюдения разумной отсрочки погашения;
- экспроприацию объекта или других активов проектной компании;
- нарушение обязательств по соглашению о ГЧП (см. § 15.2.4), которые не позволяют проектной компании завершить строительство или заниматься эксплуатацией объекта (то есть сложившуюся ситуацию нельзя считать компенсационным случаем, так будет в основном);
- серьезные изменения в юридическом статусе или властных полномочиях государственных органов.

Но расторжение соглашения по инициативе государственных органов — реальная возможность, которую необходимо внимательно изучить при составлении соглашения о ГЧП. По причинам, упомянутым выше (см. § 2.12), государственные органы часто не уверены, что соглашение о ГЧП будет служить своей первоначальной цели на протяжении всего срока. И может настать момент, когда произойдет настолько кардинальное изменение, что для оказания общественных услуг полезнее всего будет расторжение соглашения. Государственные органы должны в этом случае выплатить проектной компании штраф, им не следует стремиться получать выгоду за счет инвесторов проектной компании или лишать их причитающегося по справедливости дохода за те риски, что они принимали на себя.

Кредиторы в этой ситуации будут рассчитывать на полную компенсацию. Поэтому необходимо применить корректную схему для выплаты и тем и другим. Простое возмещение остаточной стоимости объекта покрывает затраты кредиторов, но едва ли надлежащим образом компенсирует затраты инвесторов. Схема, которая позволяет оценить проектную компанию в целом, поможет

справедливой компенсации инвесторам и кредиторам (кредиторы имеют преимущественное право). Но обычно они предпочитают особую схему для покрытия невыплаченной задолженности. Проблемы, связанные с определением величины невыплаченной задолженности, аналогичны тем, что обсуждались в § 15.5.1. Надо ли покрывать дополнительные заимствования (превышающие величину, указанную в базовом сценарии) и следует ли включать в расчеты компенсационных выплат будущую кредитную премию или плату за восстановление первоначального состояния? Причина дополнительных выплат предельно ясна, но их стоимость может ограничить свободу маневра государственных органов в долгосрочном периоде.

Наиболее справедливая схема компенсации расходов инвесторов — оценка их вложений на момент расторжения и выплата их в виде штрафа за досрочное расторжение соглашения (наряду с выплатой долга). Для расчета стоимости собственного капитала используются следующие методы:

- Текущая рыночная стоимость, то есть NPV ожидаемого будущего движения кассовой наличности инвесторов, дисконтированная при помощи нормы доходности, которую на тот момент можно будет приобрести с помощью продажи инвестиции на вторичном рынке (см. § 7.2.2).
- Для придания большей уверенности можно использовать фиксированную схему — NPV движения кассовой наличности в соответствии с первоначальным базовым сценарием (начиная с даты расторжения соглашения), дисконтированная при помощи IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием.
- Вариант последней схемы — выплата суммы, которая приведет IRR на собственный капитал на дату расторжения соглашения к уровню, указанному в базовом сценарии относительно всего срока действия соглашения о ГЧП.

Все движение кассовой наличности и процентные ставки, о которых шла речь, следует рассчитывать после удержания налогов в номинальных величинах, а в расчетах IRR надо придерживаться единого подхода к инвестициям в финансовые активы по сравнению с инвесторами, которые несут риск (см. § 7.3.4).

При использовании первой схемы участникам проекта, возможно, будет трудно согласиться с использованием оценки движения кассовой наличности и процентной ставки — и в связи с этим может потребоваться обращение по этим вопросам к третьей стороне в качестве арбитра. Это значит, что государственные органы до завершения оценки не узнают, сколько же придется им заплатить за досрочное расторжение. Две последние фиксированные схемы означают, что при несоответствии производственных показателей проекта запланированным инвесторы получают стоимость, превышающую рыночную стоимость их инвестиций. И наоборот. Это приемлемая альтернатива для инвесторов и государственных органов.

Инвесторы могут приводить доводы в пользу возврата в первоначальное состояние. Так они получат компенсацию большую, чем предусмотрено фиксированными схемами, выше, чем текущая рыночная стоимость на тот момент. Предположив, что государственные органы не примут этот вариант (как, вероятно, будет), инвесторы предпочтут первую схему (рыночной стоимости) — из-за нор-

мального снижения IRR на вторичный собственный капитал, а значит, и применение более низкой процентной ставки, что повысит стоимость проектной компании. Это можно увидеть в табл. 15.1, где используются исходные посылки из табл. 16.2 относительно движения кассовой наличности. В ней приводятся расчеты стоимости собственного капитала на основе IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием, равным 15%, по сравнению с предполагаемым вторичным IRR на собственный капитал, равным 8%. Тогда можно проследить, как влияет проведение рефинансирования (из табл. 16.2) на выплату штрафа за досрочное расторжение соглашения.

Как видим, текущая (основанная на дисконтной ставке 8%) рыночная оценка собственного капитала улучшает финансовое положение инвесторов по сравнению с дисконтированием при помощи IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием. А значит (если только они не настроены пессимистично относительно будущего проекта, что едва ли вероятно, иначе они бы не вкладывали в него деньги), инвесторам всегда следует стремиться к расчету сумм штрафа за досрочное расторжение соглашения по инициативе государственных органов на основе текущей рыночной стоимости их собственного капитала.

**Табл. 15.1.** Расчет штрафа за досрочное расторжение соглашения по инициативе государственных органов

Дисконтная ставка	IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием	Рыночная стоимость
<b>Перед рефинансированием</b>	870	870
Остаток задолженности	106 (15%)	106 (15%)
Стоимость акционерного капитала (дисконтная ставка)	976	1066
<b>После рефинансирования</b>	955	955
Остаток задолженности	76 (15%)	132 (8%)
Стоимость акционерного капитала (дисконтная ставка)	1031	1087

Но расчет также показывает (при условии проведения рефинансирования): если для оценки собственного капитала используется фиксированная ставка процента (IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием), то госорганы должны (очевидно, несправедливо) выплатить больше после проведения рефинансирования вследствие увеличения размеров долга, хотя собственный капитал все еще будет оцениваться на основе движения кассовой наличности, соответствующей базовому сценарию. Следовательно, при использовании схемы из базового сценария штраф за досрочное расторжение соглашения должен покрывать сумму непогашенного долга, какой она должна была быть в соответствии с первоначальным базовым сценарием, а не реальную сумму непогашенного долга. Впрочем, кредиторы не согласятся, так как это ограничивает возможности для покрытия суммы вынужденного рефинансирования (см. § 16.4.4).



У госорганов есть выход — заплатить сумму бóльшую, чем та, что в базовом сценарии (976), как это показано в табл. 15.1, и действительную сумму непогашенного долга с максимальной величиной, равной 110% от запланированного непогашенного долга, с учетом поправки на вынужденное финансирование, равной 10%, о чем речь пойдет в § 16.4.4. Это привело бы в данном случае ( $870 \times 110\%$ ) к выплате 957. Таким образом, выплата (в соответствии с базовым сценарием), равная 976, повысилась бы и все еще оставалась бы актуальной. Тогда кредиторам выплатят причитающийся им непогашенный долг, возникший в результате последующего рефинансирования, в размере 955, а 21 останется для инвесторов. Но это не понравится инвесторам, даже несмотря на применение повышенной процентной ставки (равной 15%) к движению их кассовой наличности после рефинансирования, которая будет отражать более высокое соотношение собственных и заемных средств. При этом собственный капитал остается равным 76.

Все это предполагает, что наиболее подходящий и самый справедливый способ — не использование любых фиксированных схем, а выплата действительного непогашенного долга и рыночной стоимости собственного капитала на тот момент (что уменьшит долг на величину, превышающую размер непогашенного долга), несмотря на неопределенность результата. Здравый смысл говорит, что это справедливо в ситуации, когда госорганы имеют полную свободу расторжения соглашения.

Нет причин по-разному относиться к акционерному капиталу и субординированному долгу акционеров при проведении этих расчетов, поскольку разница между ними — вопрос удобства для инвесторов и не имеет значения для госсектора (см. § 7.3.3).

Произвольное расторжение соглашения — дорогое удовольствие для госорганов и серьезно ограничивает их свободу в долгосрочном периоде (см. § 2.12). Один из способов приобретения дополнительной свободы — просьба к участникам конкурса о предложении фиксированной цены на каждую из установленных дат расторжения соглашения: скажем, на одну треть и на две трети от срока действия соглашения. Если все будет нормально, в итоге конкурса госорганы получат ценовые предложения ниже «справедливой стоимости». (Фиксированная цена может одновременно покрыть займы и собственный капитал и позволить избежать сложностей рефинансирования.) В итоге это приведет к установлению предельной величины доходов для инвесторов (см. § 13.4.4).

И, наконец, стоимость объекта придется вычесть из суммы штрафа, если объект остается в собственности проектной компании (см. § 15.11).

## § 15.7. Досрочное расторжение соглашения при форс-мажорных обстоятельствах

Как сказано в § 15.3, необходимо отличать форс-мажорные ситуации, ставшие причиной временного сбоя в оказании услуг и считающиеся случаями освобождения от ответственности, от обстоятельств, в результате которых происходит уничтожение проекта и его осуществление невозможно без новых значитель-

ных капиталовложений. В последнем случае обычно используют страховку, и если при этом объект не будет восстановлен (см. § 12.4.6), подобные ситуации можно рассматривать как отказ проектной компании от исполнения обязательств и действовать соответственно (см. § 15.5). Тогда проектная компания получит незначительную компенсацию в виде штрафа за досрочное расторжение соглашения, если вообще получит, но ей выплатят страховку.

Страхование покрывает практически все, кроме ограниченных случаев, например, военных действий или террористического акта, при которых разрушается объект. Эти события столь маловероятны, что, кажется, о них и не стоит беспокоиться. Если они все же происходят, то выплата штрафа за досрочное расторжение соглашения будет, вероятно, последним, о чем станут беспокоиться инвесторы и кредиторы. Поэтому годится простое решение, сходное с тем, что принимают в форс-мажорных обстоятельствах, а именно: каждый участник должен смириться с потерями.

Впрочем, может так случиться, что страховка не покрывает другие риски, связанные с форс-мажорными обстоятельствами. Наверное, этот вариант развития событий более вероятен, чем риск форс-мажорных обстоятельств, которые вообще нельзя покрыть за счет страховки. Если бы госорганы, имея возможность нести ответственность за эти нестрахуемые случаи (см. § 12.4.6), отказались от этого, то соглашение о ГЧП пришлось бы расторгнуть, поскольку проектная компания не может работать без страховки. Когда госорганы берут на себя объект, справедливо полагать, что сумма штрафа в пользу кредиторов будет по меньшей мере включать непогашенный долг и расходы, связанные с расторжением соглашения, но не непредвиденные и будущие прибыли.

Если выплата штрафа также служит для покрытия инвестиций в акционерный капитал, то инвесторы не могут надеяться, что им выплатят сумму, превышающую их первоначальные капиталовложения, возможно, за вычетом доходов, полученных к моменту расторжения соглашения. Поскольку за форс-мажорные обстоятельства никто не несет ответственности, то риск надо частично распределять. Альтернативное решение — выплата текущей рыночной стоимости объекта, если она превышает невыплаченную задолженность. То есть речь о его материальной составляющей, а не о том, что указано в соглашении о ГЧП на случай расторжения по инициативе властей. Если госорганы предоставляют покрытие одним из указанных способов вместо недостающей страховки, то его надо отнести к ограниченному числу форс-мажорных обстоятельств, которые невозможно покрыть в первую очередь с помощью страховки. Во Франции и в других странах, где действует гражданское право, распространена концепция «невозможности предвидения», касающаяся соглашений, заключаемых государственным сектором. Если предположения и расчеты, которыми руководствовались участники при заключении соглашения, оказались полностью ошибочными и это привело к значительному ухудшению положения участника из частного сектора, то последний имеет право на компенсацию. Эти положения относятся не к форс-мажорным обстоятельствам, как они охарактеризованы выше, а к событиям, затрагивающим экономическую составляющую соглашения, например гиперинфляцию. На практике это в первую очередь относится к предложению товаров

и, следовательно, едва ли применимо к соглашению о ГЧП. В странах с прецедентным правом существует похожий принцип невозможности исполнения договора, дающий право на досрочное расторжение соглашения, но без компенсации.

### **§ 15.8. Досрочное расторжение вследствие коррупции**

В большинстве стран существует оговорка о признании недействительными соглашений с частным сектором в случае коррупции. Кредиторы справедливо полагают, что получают благодаря штрафу за досрочное расторжение соглашения сумму, равную непогашенной задолженности (в соответствии с приведенными выше определениями непогашенной задолженности). Но инвесторы проектной компании теряют свои инвестиции, поскольку несут ответственность за взятки.

### **§ 15.9. Досрочное расторжение соглашения и субподрядчики**

Субподрядчики тоже несут убытки от досрочного расторжения соглашения. Их расходы связаны с роспуском персонала и простым оборудованием, и, конечно, они теряют будущие прибыли. Следует ли госорганам выплачивать им хоть какую-то компенсацию? Это зависит от обстоятельств. Если расторжение происходит по инициативе властей, то справедлива оплата тех расходов субподрядчиков, что стали итогом расторжения соглашения, и частичная компенсация упущенных доходов. В соглашении о ГЧП об этом можно сказать в общих чертах, чтобы затем уточнить в соглашениях о субподряде. В этой ситуации госорганам потребуется изучить соглашения о субподряде (см. § 6.5.2). Любые будущие изменения в них, касающиеся обязательств государственных органов при расторжении соглашения, должны фиксироваться и в соглашениях с госорганами. Впрочем, это не означает, что субподрядчики получают все свои деньги, поскольку преимущественное право на выплаты принадлежит кредиторам (см. § 14.6.4).

Когда расторжение соглашения происходит из-за отказа проектной компании исполнять обязательства (вполне возможно, что причиной отказа является субподрядчик), нет оснований для выплаты какой-то особой компенсации. В других случаях вполне оправданна компенсация расходов субподрядчиков на роспуск персонала и простой оборудования (если за субподрядчиком не числится никаких нарушений), но она не должна распространяться на будущие прибыли.

### **§ 15.10. Налоговые последствия выплаты компенсации за досрочное расторжение соглашения**

И, наконец, необходимо рассмотреть налоговые последствия выплаты штрафа за досрочное расторжение соглашения. Штрафа, подлежащего налогообложению, может и не хватить для полноценной компенсации. А государству придется, с одной стороны, выплачивать штраф, а с другой стороны, изымать часть

этой суммы в виде налога. Поэтому необходимо «произвести пересчет валовой суммы» штрафа. То есть пересчитать чистый доход в сумму, подлежащую налогообложению. Безусловно, это не касается случаев, когда соглашение о ГЧП продается на открытом рынке (см. § 15.5.5) или расчет суммы штрафа производится до вычета налогов (см. § 15.5.4).

Когда часть штрафа специально предназначается для выплаты долга, тогда госорганам лучше платить непосредственно кредиторам, а не через проектную компанию (даже если движение ее кассовой наличности выступает в качестве обеспечения выданных ими ссуд), поскольку это позволит избежать ненужных проблем с налогообложением.

### **§ 15.11. Погашение в конце срока, риск, связанный со стоимостью, дисконтируемой на конец периода, и возврат**

Соглашения о ГЧП существуют в разных юридических формах (см. табл. 1.1), которые делают или не делают проектную компанию законным владельцем (или наделяют ее иным правом собственности) объекта на срок действия соглашения. Право собственности — вопрос политики государственных органов. В противном случае оно не имеет большого значения во время срока действия соглашения о ГЧП, поскольку само по себе создает ценность для инвесторов и обеспечение для кредиторов, но не является материальным активом (см. § 12.3). Впрочем, это становится очевидно важным в конце срока действия соглашения, а остаточное право собственности на объект тоже влияет на состояние баланса государственного сектора (см. § 5.5).

Большинство соглашений о ГЧП предполагает отсутствие остаточной стоимости в конце срока действия соглашения, или же специализированное назначение объекта делает невозможным его передачу из государственного сектора. Это просто означает возврат госорганам контроля над объектом (при условии, что он уже находится в государственной собственности), или право собственности передается без оплаты или за номинальную сумму. Когда площадка объекта имеет или предполагает остаточную стоимость, поскольку есть вариант ее использования в частном секторе (например, сдать под жилые или офисные помещения), тогда можно выбирать между:

- тем, чтобы дать госорганам возможность приобрести контроль над объектом без какой-нибудь компенсации, и участники конкурса не будут принимать в расчет какую-либо остаточную стоимость при расчете стоимости заявки;
- тем, чтобы оставить объект в руках проектной компании, но это значит, что в первоначальной заявке на участие в конкурсе была учтена остаточная стоимость объекта (или земли, на которой он построен);
- тем, чтобы обязать госорганы приобрести объект по заранее оговоренной фиксированной цене, которая будет определена в первоначальной заявке;
- тем, чтобы дать госорганам возможность приобретения объекта по заранее оговоренной фиксированной цене;

- тем, чтобы обязать госорганы или дать им возможность приобрести объект по текущей (на тот момент) рыночной стоимости, возможно, с указанием его максимальной стоимости.

Если государственные органы обязуются приобрести объект по фиксированной стоимости, то участники конкурса могут принять это в расчет и предложить более низкую плату за услуги и несколько меньшую — если у госорганов есть возможность приобретения в конце срока действия соглашения, а проектная компания несет риск убытков, связанный с остаточной стоимостью. Если размер окончательной выплаты зависит от рыночной стоимости (полученной в результате продажи объекта государственным органам или на открытом рынке), то она в большей степени зависит от рыночной конъюнктуры в определенный момент времени. Государственным органам не следует выплачивать полную стоимость объекта посредством платы за услуги и при этом оставлять его остаточную стоимость проектной компании. Кроме сделки по приобретению объекта по рыночной стоимости, остальные виды сделок могут вызвать проблемы, связанные с балансом государственных органов (см. § 5.5).

Кроме приобретения контроля над объектом по завершении срока действия соглашения государственные органы имеют:

- возможность продлить соглашение о ГЧП вместо приобретения контроля над объектом (на основе цены, что означает выплату его капитальной стоимости). Это мотивирует проектную компанию сохранять объект в хорошем состоянии на случай обновления соглашения;
- возможность после проведения конкурса (в котором сможет принять участие действующая проектная компания) заключить новое соглашение о ГЧП на приобретение франшизы — в этом случае контроль над объектом перейдет к победителю бесплатно.

Если объект надо передать государству по завершении срока действия соглашения о ГЧП, то у проектной компании появляется соблазн не проводить техническое обслуживание объекта в последние годы эксплуатации. К моменту передачи объекта проектная компания может выплатить всю оставшуюся кассовую наличность акционерам и прекратить полноценное финансирование технического обслуживания. Государственные органы обеспечивают реальное проведение технического обслуживания при помощи:

- требований о соблюдении нормативов по техническому обслуживанию в конце срока действия соглашения о ГЧП. Если проектная компания не будет этого делать, то к ней можно применить удержания;
- требования о том, что (на протяжении последних нескольких лет до завершения срока действия соглашения) часть платежей следует переводить на резервный счет (предназначенный для хранения средств на оплату технического обслуживания), находящийся под совместным контролем проектной компании и государственных органов. Любые остатки средств возвращаются проектной компании;

- требования о предоставлении проектной компанией обеспечения — поручительства спонсоров или банковской страховки, чтобы обеспечить исполнение обязательств по техническому обслуживанию;
- включения в соглашение пункта о передаче планов зданий, информации по эксплуатации объекта, инструкций и т. д., в зависимости от ситуации.

Проблемы зеркальны, если объект не переходит государству.

Госорганы при проведении платежей должны учитывать: оплату новых расходов на приобретение основного капитала, ответственность за которые несет госсектор (поскольку они появляются в результате компенсационного случая), и предметы имущества на объекте, включая и те, на которые были потрачены эти средства и срок службы которых выходит за рамки действия соглашения о ГЧП. Так, если за 10 лет до окончания срока действия соглашения затраты на приобретение основного капитала составляли 100, а затем срок эксплуатации объекта был увеличен до 20 лет, то платежи госорганов должны были соответственно сократиться. Если платежи проводятся с помощью платы за услуги, то расходы следует списывать на протяжении 20, а не 10 лет, и госорганы должны вносить плату лишь в течение первых 10 лет.

# Часть VI

## Глава 16. Проведение конкурса на привлечение финансирования, рефинансирование долга и продажа акций

### § 16.1. Введение

В этой главе рассматривается ряд механизмов управления и контроля, которые могут встраиваться в деятельность ГЧП, чтобы рассеять опасения относительно высокой стоимости финансирования или ограничить непредвиденные доходы инвесторов. Эти проблемы характерны для ГЧП и обычно больше нигде в проектном финансировании не встречаются. Они связаны как с их восприятием частью общественности, так и с реальным положением дел. Но политика в основном касается восприятия, а реализация программы зависит от ее политической поддержки (см. § 2.13, 14.4). Вот темы для обсуждения:

- Конкурс на привлечение финансирования, который проводится отдельно после определения победителя конкурса на заключение соглашения о ГЧП (§ 16.2).
- Конкурс на продажу акций на момент завершения оформления финансовых аспектов проекта (§ 16.3).
- Рефинансирование задолженности и распределение полученного в результате дохода между инвесторами и государственными органами (§ 16.4).
- Прибыль от продажи акций после начала работы проекта и вопрос о ее разделе между участниками партнерства (§ 16.5).

Первый и третий пункты подробно разработаны в программе PFI в Великобритании, а подход, касающийся рефинансирования, широко применяется в разных странах мира. Продажа акций носит умозрительный характер, но отражает опасение, что инвесторы в ГЧП получают прибыль, несоизмерную рискам, которые они на себя принимают (см. § 7.3.2). Мы уже обсуждали другие способы снижения стоимости займа, а именно: частичную гарантию получения дохода (см. § 13.4.3) или гарантии погашения долга (см. § 13.5, 15.5.7).

В этой главе мы рассматриваем способы снижения стоимости капитала для ГЧП в тех рамках, что были описаны до настоящего момента. В следующей главе этот подход будет развит при помощи изучения альтернативных моделей.

## § 16.2. Проведение конкурса на привлечение финансирования

Госорганы могут потребовать проведения такого конкурса после определения победителя конкурса на заключение соглашения о ГЧП, если предложенные им условия финансирования кажутся неконкурентоспособными, что выражается в повышении платы за услуги сверх необходимого уровня. (Конечно, проектная компания может решиться в этот момент провести собственный конкурс на привлечение финансирования. В таком случае она будет полностью контролировать этот процесс — без участия госорганов.)

### § 16.2.1. Цель проведения конкурса

Хотя у участников есть все стимулы для получения наилучших условий займов от кредиторов на момент подачи заявок, тем не менее у государственных органов могут быть основания потребовать проведения дополнительного «конкурса на привлечение финансирования». Выгода от него — в определении окончательной величины платы за услуги. Это происходит, потому что:

- кредиторы будут охотнее предоставлять финансирование на более выгодных условиях победителю конкурса;
- кредиторы едва ли станут оспаривать положения соглашения о ГЧП (или других проектных соглашений) в условиях конкуренции со стороны других кредиторов. А это снижает риск затягивания сделки.

Конкурс на привлечение финансирования не отпугивает кредиторов. Для осуществления проекта ГЧП необходим победитель конкурса, и кредиторы к тому времени знают, что он есть, а значит, они претендуют на заключение «реальной сделки».

Можно утверждать, что конкурс на привлечение финансирования частично ставит проблему делимости. Нецелесообразно выбирать один из факторов, влияющих на назначение цены участником конкурса, и делать его открытым для конкуренции после подачи заявки на участие в конкурсе. Однако существует значительная разница между ролью, которую в ГЧП играют кредиторы, и ролью, которую играют субподрядчики.

Впрочем, конкурс на привлечение финансирования едва ли намного увеличит стоимость стандартной сделки — при наличии справедливой конкуренции, когда финансовые схемы и условия уже определены. Это значит, что возможность его проведения следует рассматривать, когда:

- страна находится на ранней стадии развития программы ГЧП, поэтому рыночные условия еще не определены;
- в данном проекте применяется новый тип ГЧП и существуют значительные расхождения во мнениях кредиторов относительно финансирования;



- прошло значительное время после объявления победителя конкурса, и возросла опасность затягивания сделки;
- действующие кредиторы участников конкурса поднимают новые вопросы относительно соглашения о ГЧП, противоречащие условиям первоначальной заявки. (Конечно, конкурс на привлечение финансирования будет проведен, если госорганы посчитают, что мнение действующих кредиторов может противоречить мнению других потенциальных кредиторов.)

Поскольку государственные органы получают преимущества от конкурса на привлечение финансирования, о чем речь ниже, им придется принять на себя следующие риски:

- Интерес к участию в конкурсе на организацию ГЧП меньше, когда финансирование не входит в первоначальный пакет, потому что будущие участники конкурса могут указать финансовых помощников, которые проведут размещение акций и долговых обязательств (см. § 7.2.1).
- Заявки оказываются более дорогими по сравнению с их ожидаемой стоимостью.
- Дополнительные расходы госорганов, например из-за того, что их финансовые консультанты вынуждены выполнять больший объем работы (и необходимость возмещения дополнительных расходов участников конкурса, только если они не были включены в заявку), которые необходимо оценить при помощи более выгодных условий финансирования, полученных в ходе проведения конкурса.
- Участники конкурса могут привлекать дополнительных финансовых консультантов, а не ограничиваться организаторами облигационного займа (см. § 9.3.2), увеличивая таким образом расходы на участие в конкурсе, а значит, и стоимость проекта.
- Кредиторы будут не столь охотно тратить время на предварительную экспертизу в момент проведения конкурса, принимая на себя риск ситуации, что проектные соглашения окажутся неприемлемыми для банков (см. § 2.9.8).

Возможность проведения конкурса на привлечение финансирования должна быть настолько реальной, чтобы первоначальные кредиторы сделали конкурентное предложение. Следовательно, госорганы могут поставить соответствующее условие в приглашении к участию в открытых или закрытых торгах, которое закрепит за ними право потребовать проведение такого конкурса. В любом случае разумно требование о предоставлении гарантийных писем кредиторами данного участника конкурса (см. § 9.3.3).

### § 16.2.2. Как проводится конкурс на привлечение финансирования

Прежде всего необходимо отметить: даже если государственные органы и являются инициатором проведения конкурса, только победитель конкурса должен нести ответственность за проведение переговоров с кредиторами. Необходимо, чтобы проектная компания и победитель конкурса пришли к соглашению относительно процедуры, системы оценки заявок и стоимости его проведения.

**Процедура проведения конкурса.** Победитель конкурса ведет переговоры с государственными органами по соглашению о ГЧП и по другим соглашениям, касающимся проекта. На заключительном этапе эти соглашения изучают юридические, технические и прочие консультанты, назначенные в интересах вероятных кредиторов победителя конкурса. Они готовят отчеты по итогам предварительной экспертизы, входящие в сборник информационных материалов (см. § 9.3.6), предназначенных для потенциальных организаторов облигационного займа. После назначения организаторов консультанты обычно становятся их официальными консультантами (см. § 9.3.4). Затем сборник рассылается по адресам определенных финансовых институтов.

**Оценка заявок.** Заявки, которые требуют внесения изменений в проектные соглашения или условия финансирования, исключаются из этого процесса (если только победитель конкурса и госорганы не посчитают предложенные изменения приемлемыми для себя). Оценка заявок, таким образом, первоначально относится к схеме и условиям финансирования, которые могут покрыть:

- ссудную маржу и комиссию за оформление кредита (см. § 10.4);
- схему погашения задолженности (см. § 10.5);
- коэффициенты покрытия и соотношение собственного и заемного капитала (см. § 10.7);
- схему хеджирования (например, свопов процентных ставок — см. § 11.2.2);
- требования к резервным счетам (см. § 12.2.4).

При организации банковского займа и выпуска облигаций:

- купон (ставку процента) в случае частного размещения облигаций (см. § 9.4.2);
- комиссию за размещение ценных бумаг и другие комиссионные (см. § 10.4.6);
- комиссионные, выплачиваемые узкоспециализированным компаниям (см. § 9.4.4);
- схему погашения задолженности;
- коэффициенты покрытия и соотношение собственного и заемного капитала;
- требования к резервным счетам;
- ставку в соответствии с гарантированным инвестиционным соглашением (см. § 11.2.11);
- штраф за досрочное погашение кредита (см. § 11.2.12).

Кредиторам придется принимать в расчет IRR на собственный капитал победителя конкурса (см. § 7.3.2), убедиться, что их предложение о предоставлении кредита будет наиболее эффективным с экономической и финансовой точек зрения, позволит сохранить их доход от инвестиций (см. § 10.7). Государственные органы могут принимать участие во встречах с кредиторами, обычно их держат в курсе. Победитель конкурса выбирает победителя среди кредиторов, но право одобрения принадлежит госорганам. Затем величина платы за услуги корректируется с учетом окончательных условий финансирования.

Если победитель конкурса прибегает к услугам организаторов облигационного займа в качестве финансовых консультантов (см. § 9.3.2), последним могут предоставить «право на дополнение». То есть, если первоначальный организатор облигационного займа не стал победителем конкурса для привлечения финансирования, но сделал предложение, аналогичное предложению победителя, организатор займа получает право на финансирование 50% займа.

**Стоимость проведения конкурса.** Государственным органам и победителю конкурса необходимо заранее согласовать предельные издержки на проведение конкурса (сверх прочих расходов победителя). Их следует финансировать за счет средств участников конкурса, но компенсировать за счет выигрыша от проведения конкурса при расчете окончательной величины платы за услуги, если они не были учтены в первоначальной заявке на участие.

Итоги конкурса становятся частью финансовой схемы проекта, а значит, и окончательной величины платы за услуги. Нет причины, по которой госорганам не следует получать стопроцентной выгоды от конкурса на привлечение финансирования. Есть и мотив для участников. Если плата за услуги снижается на величину более оговоренной, часть дополнительных доходов остается у проектной компании.

### § 16.2.3. Рефинансирование

С точки зрения государственных органов, конкурсу на привлечение финансирования можно найти более широкое применение, чтобы добиться наилучших условий для рефинансирования. Хотя в данной ситуации у действующих кредиторов всегда будет преимущество перед остальными.

## § 16.3. Конкурс на привлечение акционерного капитала

Конкурс решает проблему избыточной первоначальной IRR на собственный капитал (см. § 7.3.2). Например, первоначальные участники конкурса распродают по подписке половину акций, необходимых для финансирования проекта, а оставшуюся часть продают участнику, который предложит наилучшую цену при завершении оформления финансовых аспектов проекта. (Можно изучить возможность конкурса по продаже всех акций, но это, скорее всего, породит проблему выбора лица, которое в первую очередь подаст заявку.) Участники конкурса на момент оформления финансовых аспектов проекта предложат премию сверх IRR на собственный капитал, требуемую первоначальными участниками (см. § 7.3.2), и ее можно разделить между госорганами и первоначальными участниками. Это устраним проблему с инвесторами, особенно финансовыми, которые, вероятно, получают избыточный доход от акций.

В табл. 16.1 показан механизм проведения конкурса. 50% акций выставляется для продажи на аукционе перед завершением оформления финансовых аспектов проекта (остальные — у участников конкурса). Поскольку величина IRR на собственный капитал у первоначального участника составляет 14,6%,

делаются различные предположения в диапазоне от 14,6 до 8%. В итоге прибыль от аукциона по продаже акций составляет от 0 до 3% от общей стоимости проекта — в зависимости от требований, предъявляемых к IRR на собственный капитал покупателя. Первоначальный участник конкурса может предложить продажу этих 50% по подписке (в этом случае наиболее вероятными покупателями станут инвестиционные фонды ГЧП) и предложить цену. Например, наибольшая стоимость составит 12%. В таком случае 100% прибыли от продажи акций по 12% получают госорганы, а любой дополнительный доход от продажи с пониженным доходом можно разделить, скажем, пополам между участниками ГЧП. То есть IRR на собственный капитал первоначального участника конкурса соответственно улучшается, как это видно из таблицы.

**Табл. 16.1.** Конкурс для привлечения акционерного капитала

Исходные посылки				
Стоимость проекта	1 000 000			
Соотношение между заемными и собственными средствами	90:10			
Выплата дивидендов	1500 ежегодно на протяжении 26 лет			
IRR на собственный капитал первоначального участника конкурса	14,6%			
[a] Требование к IRR на собственный капитал покупателя	14,6%	12%	10%	8%
[b] Стоимость 50% акций (= NPV дивидендов, дисконтированных при помощи [a])	50 000	59 219	68 707	81 075
[c] Прибыль от продажи аукциона по продаже акций ([b] – 50 000)	0	9217	18 707	31 075
[d] Прибыль в виде % от величины расходов на приобретение основного капитала ([c]: 1 000 000)	0	0,9%	1,9%	3,1%
Доля прибыли, оставшаяся у первоначального участника	0	0	50%	50%
IRR на собственный капитал первоначального участника после проведения аукциона	14,6%	14,6%	16,2%	17,5%

Безусловно, этот метод применим лишь там, где существует развитый рынок финансовых инвестиций в акции ГЧП. Первоначальный участник конкурса рискует получить неприемлемого партнера для осуществления проекта. Но с учетом легкости, с которой на рынке обращаются акции проектных компаний (см. § 7.2.3), это не главный вопрос. А процедуру предварительной оценки можно согласовать с государственными органами.

## § 16.4. Рефинансирование долга

В главе 9 приводилось описание первоначального финансового структурирования для проектной компании. Стоит изучить, что произойдет с этой финансовой схемой, если проект осуществится, как и было задумано, то есть строитель-

ство завершится в срок и не выйдет за рамки бюджета, а проектная компания начнет получать доходы. После того как проект переходит на этот новый этап и многие важные риски остаются в прошлом (см. главу 14), для инвесторов открываются возможности рефинансирования долга или продажи собственного пакета акций (§ 16.5). Помимо материальных выгод рефинансирование предоставит проектной компании больше свободы, поскольку некоторые положения первоначальных соглашений о займах, накладывающие серьезные ограничения на заемщика, можно изменить в процессе переговоров. Оно также дает инвесторам возможность сделать схему финансирования их бизнеса в целом более эффективной путем объединения финансирования нескольких готовых к эксплуатации и работающих проектов. В рефинансировании задолженности заинтересованы и государственные органы ввиду следующего:

- Оно может повлиять на способность проектной компании продолжать оказание услуг в соответствии с соглашением о ГЧП (например, если ее финансовое положение пошатнулось вследствие избытка новых долгов).
- Оно может увеличить сумму штрафа за досрочное расторжение соглашения при некоторых сценариях (см. § 15.5.1, 15.6).
- Если первоначальные спонсоры могли ускорить получение дохода от инвестиций, их долгосрочная финансовая заинтересованность в успехе проектной компании сильно поубавится (см. § 7.2.3).
- Оно может стать причиной значительных «непредвиденных прибылей». Значит, в первоначальном соглашении о ГЧП схема использования денежных средств не несла государству особой выгоды. Это может вызвать проблемы политического характера, связанные с сокращением поддержки программы ГЧП со стороны населения (см. § 2.13).

#### § 16.4.1. Что представляет собой рефинансирование?

Рефинансирование задолженности может принимать различные формы:

- снижение процентной ставки;
- увеличение задолженности;
- продление срока выплаты долга (то есть сокращение периода завершения);
- иное улучшение условий предоставления займа (посредством смягчения требований к резервным счетам).

Рефинансирование могут взять на себя первоначальные кредиторы, или первоначальный долг может быть погашен раньше положенного срока, а новый заем сделан на более благоприятных условиях.

Поиск ответа на вопрос, получили ли инвесторы прибыль от рефинансирования, и если да, то насколько она велика, очень сложен. Найти его можно, рассмотрев каждый из указанных выше элементов рефинансирования.

**Сокращение выплат по процентным платежам.** Можно подумать: если рыночные ставки процента снизятся, то рефинансирование первоначального долга по пониженной ставке процента окажется прибыльным занятием. Но этого обычно не происходит. Хотя снижение ставок по новым долгам

и принесет выгоду, но она уравнивается штрафом за досрочное погашение займа с фиксированной ставкой или свопа процентной ставки на первоначальный заем (см. § 11.2). Поэтому полезно лишь снижение кредитной маржи (см. § 10.4.1), а не стоящей за ней процентной ставки.

**Увеличение задолженности.** Если проект ГЧП требует финансирования в размере 1000, при этом 900 — за счет займов и 100 — за счет продажи акций, то при рефинансировании величина задолженности возрастет до 950, и кажется, что увеличение на 50 — прибыль от рефинансирования. Но мы ведь не становимся богаче от того, что берем займы больше денег. На самом деле платежи по обслуживанию долга возрастут на весь оставшийся срок его выплаты (поскольку возрастут процентные выплаты по увеличившемуся долгу и выплаты его возросшей основной суммы).

**Увеличение срока выплаты долга.** Точно так же как и продление графика выплаты долга сроком на год или больше, снижение величины кассовой наличности в период завершения не приносит заметной прибыли. Расходы на обслуживание долга снижаются год за годом, но на протяжении всего срока существования проекта выплаты процентов возрастают, а значит, в результате рефинансирования произойдет сокращение дивидендов.

**Сокращение средств на резервных счетах.** Сокращение средств на резервных счетах (см. § 12.2.4) лишь ускоряет процесс, который и так происходит во время существования проекта, — полное исчерпание средств на резервных счетах к концу срока выплаты займов. И здесь величину свободной кассовой наличности, полученной в результате рефинансирования, нельзя считать прибылью.

Поэтому оценка рефинансирования долга проектной компании не такое простое дело, как на первый взгляд кажется.

### § 16.4.2. Преимущества рефинансирования для инвесторов

Для понимания реальных преимуществ, которые инвесторы получают от рефинансирования, надо взглянуть на обычное движение кассовой наличности, показанное в табл. 16.2.

- Движение кассовой наличности перед проведением рефинансирования, после завершения этапа строительства, на 89 состоит из CAD\$ (свободных денежных средств для обслуживания долга) за вычетом 74 для обслуживания долга, а оставшиеся 15 дополнительной кассовой наличности будут выплачены в виде дивидендов инвесторам проектной компании.
- Перед проведением рефинансирования IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием была равна 15%.
- Рефинансирование происходит в конце четвертого года, то есть через два года после завершения строительства.
- Оно основывается на сокращении кредиторского коэффициента покрытия с начальных 1,20х до 1,15х, а срок выплаты долга увеличивается на два года (то есть период завершения составляет один год). При этом процентная ставка по кредитам остается неизменной.

Табл. 16.2. Влияние рефинансирования

Исходные посылки												
Стоимость проекта	1000											
Этап строительства	2 года											
Срок действия соглашения о ГЧП	28 лет											
Ежегодная величина CAD\$	89											
Первоначальное соотношение собственных и заемных средств	91:9											
Ставка процента по займам	6%											
ADSCR/LLCR	1,20x											
Первоначальный срок возврата займов	25 лет с момента подписания											
Выплаты	Ежегодные, на аннуитетной основе, начиная с первого года после завершения строительства											
Рефинансирование (год четвертый), как указано выше, за исключением:												
Срок возврата долга	27 лет, аннуитетные выплаты возросшего долга, начиная с четвертого года											
ADSCR/LLCR	1,15x											
Величина задолженности на четвертом году	Увеличение на 85											
Год	0	1	2	3	4	5	24	25	26	27	28	Итого
Перед рефинансированием												
Стоимость проекта	-333	-333	-333									-1000
CAD\$				89	89	89	89	89	89	89	89	2314
<i>Выплата процентов</i>				-55	-53	-52	-8	-4				-791
<i>Выплата основной суммы долга</i>				-19	-21	-22	-66	-70				-910
Общая сумма обслуживания долга	303	303	303	74	74	74	74	74				-791

Окончание табл. 16.2

<b>Движение кассовой наличности на собственный капитал</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>523</b>
Задолженность на конец года	300	607	910	891	870	848	70	0				
<b>После рефинансирования</b>												
Стоимость проекта	-333	-333	-333									-1000
CADS				89	89	89	89	89	89	89	89	2314
Дополнительные заимствования					85							85
<i>Выплата процентов</i>				-55	-53	-57	-16	-12	-9	-4		-938
<i>Выплата основной суммы долга</i>				-19	-21	-20	-61	-65	-69	-73		-995
Общая сумма выплат для обслуживания долга	303	303	303	74	74	78	78	78	78	78		-938
<b>Движение кассовой наличности на собственный капитал</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>15</b>	<b>100</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>89</b>	<b>376</b>
Задолженность на конец года	300	607	910	891	955	935	208	142	73	0		
<b>Коэффициенты и итоги</b>	<b>Перед рефинансированием</b>						<b>После рефинансирования</b>					
ADSCR	1,20						1,15					
LLCR	1,20						1,15					
PLCR	1,27						1,17					
IRR на собственный капитал	15%						23%					



- В результате рефинансирования долг увеличивается на 85. Он выплачивается непосредственно инвесторам (например, путем досрочной выплаты их субординированного долга (см. § 7.3.3).
- Первоначальные капиталовложения инвесторов равны 100, после рефинансирования они получили назад 15 в первый год эксплуатации объекта и 100 — во второй.
- После рефинансирования годовое движение кассовой наличности инвесторов сокращается с 15 до 11 (со значительным сокращением лет из периода завершения) так, что движение кассовой наличности на совокупный собственный капитал на весь срок существования проекта снижается с 506 до 369.
- Впрочем, в результате рефинансирования должно произойти увеличение IRR на собственный капитал (на протяжении срока существования проекта) с 15 до 23%.

Приведенный пример четко показывает, что преимущества рефинансирования для инвесторов основываются на улучшении показателя IRR на собственный капитал, а не на увеличении в оставшиеся годы существования проекта их дохода, который в действительности сокращается. Показатель IRR улучшается, потому что рефинансирование резко сдвигает выплаты денежных средств вперед, а расчет IRR придает намного больший вес этим денежным средствам (см. § 4.4.3). Конечно, после рефинансирования резко улучшаются и показатели чистой прибыли инвесторов на четвертый год. Этот пример говорит, что рефинансирование в контексте проектного финансирования ГЧП прежде всего относится не к снижению ставки процента, а к увеличению размеров долга путем понижения коэффициентов покрытия и (если это возможно) продлению срока выплаты займа.

### § 16.4.3. Следует ли добиваться согласия государственных органов на проведение рефинансирования?

Рефинансирование долга может потребовать сотрудничества с государственными органами, даже если это и не указано в кредитной документации. У государственных органов есть неконкретизированное право на одобрение любого увеличения долга. Соглашение о ГЧП может устанавливать предельную величину штрафа за досрочное расторжение соглашения для выплаты долга (см. § 15.6–15.8), основанную на первоначальном графике погашения задолженности, который по сути дает сходное право на одобрение рефинансирования. В 2002 году казначейство Великобритании пошло еще дальше и внесло в типовое соглашение о PFI (см. § 3.4.1) положение о неограниченном праве госорганов на выдачу разрешения (а значит, и осуществление контроля) на рефинансирование, если только это позволяет получить прибыль. Но (помимо запретов на уровне заимствований, которые можно рассматривать отдельно) для чего госорганы стремятся к полному контролю? Самая важная причина — наращивание долга может нарушить финансовую устойчивость

проектной компании, а значит, поставить под угрозу оказание услуг. Поэтому более простой и не такой жесткий подход — определение предела задолженности. При его превышении для проведения рефинансирования необходимо согласие госорганов. Например, когда задолженность проектной компании на 100% превышает стоимость проекта, у государственных органов остается право отказаться от покрытия любой дополнительной задолженности при расторжении соглашения, если только они не давали на это своего согласия.

#### § 16.4.4. Случаи вынужденного рефинансирования

Проблема усложняется, если приходится заниматься «вынужденным рефинансированием», когда у проектной компании начинаются финансовые затруднения и ей требуется привлечь больше денег (см. § 15.5.1). Кредиторы заявят: раз они принимают на себя риск и делают дополнительные денежные вливания для спасения проекта, то государственные органы не должны в это вмешиваться. Госорганы возразят: если уж они при досрочном расторжении соглашения несут ответственность за больший по сравнению с изначально запланированным размер долга, то у них всегда должно быть право на согласование дополнительной задолженности. Даже если госсектор захочет выдать кредит при «вынужденном рефинансировании», то как отличить вынужденное рефинансирование от «хорошего»? На этот вопрос существует несколько ответов:

- В Великобритании согласие на рефинансирование требуется, только если оно приносит прибыль, а вынужденное рефинансирование для этого не предназначено — поэтому на него разрешения не требуется.
- Определенный лимит, скажем, 10% сверх основной суммы долга, который в принципе можно выбрать лишь в случае вынужденного рефинансирования, но без установления точно определенной его величины (если не установлен предел в целом, как предложено выше). Этот подход теперь применяется в Великобритании, поскольку решение 2002 года оказалось неприемлемым для кредитного рынка.
- Для определения обстоятельств, при которых делаются дополнительные заимствования для покрытия случаев вынужденного финансирования, например, когда LLCR проекта опускается ниже уровня и когда проектная компания отказывается от исполнения своих обязательств (см. § 12.5). Государственные органы могут подозревать, что ситуация подстроена проектной компанией и кредиторами, но как это делается на практике, увидеть и доказать нелегко.

#### § 16.4.5. Следует ли государственным органам пользоваться преимуществами рефинансирования?

Если госорганы контролируют увеличение долга, вынужденно соглашаясь на любое повышение обязательств при досрочном расторжении соглашения о ГЧП, то они имеют право вести переговоры об использовании любых

преимуществ («выгода от рефинансирования»), которые инвесторы получают за это. В 2002 году казначейство Великобритании включило в типовое соглашение о PFI особое требование, по которому государство получает 50% выгоды от рефинансирования. (Для уже заключенных соглашений о PFI, где впоследствии применялось рефинансирование, — 30%.) Участники инвестиционного рынка озабочены тем, чтобы право на согласие не применялось в качестве меры воздействия для увеличения доли государства сверх 50%. Они понимают, что государство должно получать выгоды от рефинансирования, потому что:

- стоимость проектной компании, которая создает основу для рефинансирования, — это доходы, получаемые ей от государства (PFI), или доходы, которые государство помогает ей получать (концессия);
- возможность работы компании в более благоприятных условиях — отчасти следствие усилий государства по развитию программы ГЧП, начиная с подписания первоначального соглашения и повышения интереса кредиторов к ГЧП;
- государственная поддержка программы ГЧП будет сокращаться, если инвесторы станут получать «непредвиденные» прибыли сразу после того, что должно быть долгосрочными инвестициями в проектную компанию. (В британском обществе сложилось неблагоприятное впечатление о столь значительных доходах, и тогда была внедрена концепция использования государственной выгоды от рефинансирования — см. § 2.13.)

Казначейство признало, что у частных инвесторов в проектных компаниях было право оставлять у себя прибыль от рефинансирования. Она возникла оттого, что строительство объекта завершилось и его эксплуатация приносит прибыль, а также из-за увеличения объемов кассовой наличности сверх первоначально запланированного уровня в результате эффективной (благодаря менеджменту) работы объекта. Но очень трудно отделить влияние этих факторов от влияния факторов, описанных выше. Поэтому и стали применять механизм распределения 50:50. (Впрочем, если до начала рефинансирования дела пойдут настолько плохо, что первоначальные инвесторы больше не надеются на требуемое значение IRR на собственный капитал за весь срок существования проекта, тогда распределение выгоды от рефинансирования между инвесторами и государством возможно только после того, как ожидаемая величина IRR на собственный капитал вновь возрастет до уровня, соответствующего базовому сценарию.)

Этот подход нашел широкое применение в других программах ГЧП с проектным финансированием. Страны, которые стали использовать британское типовое соглашение о PFI (ЮАР), приняли и соответствующие положения о рефинансировании. В других странах предпочитают проводить переговоры о разделе выгоды от рефинансирования в каждой отдельной ситуации (Португалия). В Республике Корея поправка к Закону о PFI (см. § 3.8.1) включает положение о равном разделе выгоды от рефинансирования.

Когда речь о концессии, доводы в пользу разделения выгод от рефинансирования не столь весомы. Хотя похожие положения можно найти в некоторых

соглашениях о ГЧП, например в соглашении о проектировании, строительстве, эксплуатации и техническом обслуживании дороги SH130, заключенном транспортным департаментом штата Техас, — см. § 3.5. В проектах PFI величина доходов в основном фиксированная, наращивание движения кассовой наличности путем увеличения эффективности работы также ограничено. Но в концессии риск недополучения дохода намного выше, а кредиторы неизбежно будут вести себя консервативно, пока величина дохода не станет определенной (см. § 10.6.2). Поэтому выгода от рефинансирования в большей степени результат действия факторов, присущих конкретному проекту, — по сравнению с проектом PFI. Вероятно, наилучшим для государственных органов решением в концессии будет участие в «непредвиденных прибылях» (см. § 13.4.4).

### § 16.4.6. Расчет выгоды от рефинансирования

Но даже если государственные органы и инвесторы проектной компании договорились о разделе выгоды от рефинансирования по принципу 50:50, то необходимо еще понять, как это сделать. Рефинансирование приносит не «выгоды» в производственно-коммерческом смысле, а просто сумму денег, которую можно разделить пополам. Как ее подсчитать?

- Как сокращение кредитной маржи? Но если оно и есть, то, как показано в табл. 16.2, вместе с ростом задолженности происходит общий рост выплат процентных платежей, а не их сокращение.
- Как увеличение суммы займа (когда акционеры привлекают дополнительные займы в ходе рефинансирования)? Однако в этом случае не учитывается последующее сокращение дохода инвесторов.
- Как разницу между движением кассовой наличности перед рефинансированием и после него? Но если полученная величина отрицательна, никакой выгоды здесь быть не может.
- Как рост чистой прибыли (в краткосрочном периоде)? Это может стать мотивом для рефинансирования, но позже нейтрализуется за счет ее последующего снижения.

Проблема сложная. В Великобритании нашли ответ: выгода от рефинансирования — это NPV изменения в движении кассовой наличности до и после рефинансирования. Движение кассовой наличности перед рефинансированием корректируется на основе базового сценария, чтобы она соответствовала текущим результатам работы. И если показатели деятельности проекта превышают те, что указаны в базовом сценарии, то выгодой воспользуются инвесторы, а не государство. Хотя увеличение CADS сверх уровня базового сценария увеличивает кредитоспособность проектной компании, а это еще одна причина для простого разделения выгоды пополам.

Расчет выгоды от рефинансирования приводится в табл. 16.3, где используются результаты из табл. 16.2. Тут возникает очевидный вопрос: какую дисконтную ставку использовать для расчета NPV? Это сильно повлияет на итог. Какая часть выгоды от рефинансирования должна быть выплачена государ-

ству? Как показано в табл. 16.3, чем выше процентная ставка, тем выше NPV, а значит — и выгода от рефинансирования, на основе которой рассчитывается 50%-ная доля государства. Это не противоречит здравому смыслу: более высокая процентная ставка обычно ведет к понижению NPV, но в этом случае изменения в движении кассовой наличности после рефинансирования отрицательные, а повышенная процентная ставка сокращает это отрицательное влияние.

Табл. 16.3 показывает значительное влияние процентных ставок, сокращение выгоды с 55 при ставке 15% до 11 при ставке 7%. Если ставка будет и дальше снижаться, до 6%, то выгода от рефинансирования исчезнет полностью. Высокая процентная ставка выгодна государственным органам, а низкая — инвесторам. (Но если единственный результат рефинансирования — сокращение кредитной маржи, то все будущие различия в состоянии кассовой наличности до и после рефинансирования будут положительными, а не отрицательными.) Впрочем, даже при высокой процентной ставке выгода от рефинансирования, исчисляемая как NPV изменений в движении кассовой наличности, значительно меньше дополнительной кассовой наличности, полученной непосредственно от рефинансирования (то есть увеличения задолженности).

**Табл. 16.3.** Расчет выгоды от рефинансирования

Год	4	5	25	26	27	28	Итого
Кассовая наличность на собственный капитал:							
— после рефинансирования	100	11,4	1,4	11,4	11,4	89	450,5
— перед рефинансированием	15	15	89	89	89	89	597,8
— годовая разница	85	-3,7	-3,7	-77,6	-77,6	0	-147,3
Дисконтная ставка = 15% Коэффициент дисконтирования		1,150	18,822	21,645	24,891	—	
<b>NPV годичной разницы</b>	85	-3,2	-0,2	-3,6	-3,1	0	<b>55,1</b>
Дисконтная ставка = 7% Коэффициент дисконтирования		1,070	4,141	4,430	4,741	—	
<b>NPV годичной разницы</b>	85	-3,4	-0,9	-17,5	-16,4	0	<b>11,4</b>

Какую процентную ставку использовать? Можно сказать, что это должна быть PSDR (см. выше), но это «безрисковая» ставка, которая в данном контексте не годится.

Здесь больше подходит связанная с риском дисконтная ставка на собственный капитал. В Великобритании для этой цели используется сравнительно высокая ставка — указанная в базовом сценарии IRR на собственный капитал (после вычета налогов). Более подходящей ставкой является не первичная, а вторичная (более низкая) IRR на собственный капитал, то есть уровень дохода на капитал, который ожидает получить новый инвестор, когда присоединяется к проекту после проведения рефинансирования с низкой степенью риска (см. § 7.3.2). Трудность в том, что первоначальная IRR на собственный капитал известна

из финансовой модели по базовому сценарию, которая позволяет ее рассчитать, хотя определить соответствующую ставку, которую рынок посчитает справедливой, значительно сложнее. В примере из табл. 16.3 последствия выплаты государственным органам половины суммы с использованием 15%-ной ставки, полученной при рефинансировании ( $55,1 \div 2$ ), в том, что IRR на собственный капитал после рефинансирования сокращается с 23 до 19%.

Итог этих расчетов по сути тот же самый, что и в случае, если выгоду от рефинансирования считать суммой сегодняшних денег, которая равняется половине прироста IRR на собственный капитал в результате рефинансирования. Итак (см. табл. 16.2), когда IRR на собственный капитал возрастает с 15 до 23% после выплаты государственным органам их доли, ожидаемая IRR на собственный капитал увеличится на половину разности между 15 и 23%, то есть до 19%. (Конечно, государственным органам вместо расчетов NPV из табл. 16.3 выгоднее использовать базовую ставку, которая ниже IRR на собственный капитал, указанной в базовом сценарии.)

#### § 16.4.7. Распределение выгоды от рефинансирования

Однако расчет выгоды от рефинансирования для определения долей, причитающихся государству и инвесторам проектной компании, — еще не завершение этой достаточно непростой истории. В табл. 16.3 (с 15%-ной ставкой) выгода от рефинансирования составляет 55. Если ее необходимо распределить 50 на 50, то это означает выплату 27,5 каждому из участников. В результате появляется дополнительная наличность — 85. Так что нетрудно выплатить государству 27,5, а оставшуюся дополнительную наличность (57,5) — инвесторам. Они получают больше, это компенсирует потери в размере дивидендов, которые появятся впоследствии.

Впрочем, бывают случаи, когда долю государственных органов необходимо выплачивать на протяжении всего срока действия соглашения о ГЧП, а не в виде единовременно выплачиваемой суммы, как описано выше.

- Система госбюджета может означать, что источник таких единовременных денежных поступлений — тот же госбюджет, так что у государственных органов нет стимула к рефинансированию, если только не остается другого метода выплаты их доли выгоды от рефинансирования.
- Для немедленной единовременной выплаты доли госорганов может не найтись денег, например из-за того, что рефинансирование заключается всего лишь в продлении срока погашения задолженности, а не в единовременном увеличении размеров задолженности.

В таких случаях нужна альтернатива для распределения по времени выплаты доли государственных органов. Для этого используют два подхода:

- Предположим, что изменения в движении кассовой наличности после рефинансирования положительные (как было бы при снижении процентной ставки) и госорганы могут «сторговаться» с инвесторами проектной компании. То есть один метод применяется в одном случае, а другой — для других типов рефинансирования. Такой подход не идеален.

- Второй подход состоит в подсчете выгоды от рефинансирования на основе NPV и согласовании величины процентной ставки, которая будет начисляться на его отсроченный платеж. А также в равномерном распределении выплат на весь срок действия соглашения о ГЧП. Ставка процента при этом должна учитывать риск, связанный с отсрочкой платежей, с точки зрения государственных органов.

Этот риск появляется, когда отсроченные платежи включаются в каскадную схему движения кассовой наличности (см. § 12.2.3). Если платежи государству проводятся наравне с платежами инвесторам, государство фактически оказывается в положении акционера, но без права управления делами проектной компании — в отличие от остальных инвесторов. Поэтому предпочтительный выход из ситуации — выплаты государству посредством снижения платы за услуги. Такой способ позволяет ограничить риск неполучения отсроченных платежей. Здесь уместнее брать более низкую ставку процента для отсроченных платежей по сравнению с первоначальной процентной ставкой при расчете выгоды от использования, когда, скажем, вместо 15% ставка должна быть несколько ближе к PSDR (безрисковой ставке).

Впрочем, госорганам не следует увлекаться отсроченными платежами, если есть возможность получить свою долю в виде единовременной выплаты. Это по сути означает, что государство дает в долг деньги, которые в противном случае можно было отнести к единовременной выплате проектной компании и получить обратно в виде увеличенных платежей ГЧП. Данное решение неэффективно с экономической точки зрения и позволяет инвесторам изъять эту дополнительную сумму из проектной компании в момент рефинансирования, чтобы ускорить ее возврат. Тем самым снижается финансовая мотивация проектной компании к выполнению требований соглашения о ГЧП.

#### § 16.4.8. Рефинансирование и продление срока действия соглашения

Дискуссия о рефинансировании продолжится, если проектная компания предложит госорганам комплексное решение. Оно заключается в продлении срока действия соглашения и сокращении ежегодной платы за услуги наряду с выплатой доли выгоды от рефинансирования, сходной с той, которую они выплачивали в обычной ситуации. На первый взгляд — беспроегрышно для госорганов. Но, конечно, снижение ежегодных платежей достигается за счет продления срока выплаты долга. Фактически государство берет деньги в кредит — выплата выгоды от рефинансирования, ежегодное снижение платы за услуги и дополнительные ежегодные платежи в течение продления соглашения о ГЧП. Эти дополнительные заимствования у проектной компании делаются под сравнительно высокий процент, а не более низкий, под который государственные органы могли бы делать займы от своего имени. Таким образом, продление соглашения о ГЧП со стороны государства диктуется не соображениями экономии (это иллюзия), а возможностью дополнительного финансирования без затрагивания государственного бюджета. (Эта ситуация по сути похожа на продажу франшизы частной компании — см. § 13.3.6.)

### § 16.4.9. Следует ли применять распределение выгоды от рефинансирования во всех случаях?

Распределение выгоды от рефинансирования между государственным и частным сектором — вопрос сложный. Заслуживает ли он столько внимания, как, например, в Великобритании? Но там изначально финансирование проектов PFI происходило на менее привлекательных условиях, чем впоследствии. Особенно по срокам выплаты долга, когда период завершения вполне мог продлиться пять лет. Это делало возможной последующую выгоду от рефинансирования. Затем рефинансирование стало использоваться в проектах реже, потому что:

- средства для финансирования последующих проектов привлекались в условиях большей конкуренции, снижая тем самым необходимость получения выгоды от рефинансирования;
- необходимость выплаты половины выгоды государству, видимо, снижает стимулы к рефинансированию, особенно когда продажа акций дает возможность скорейшего получения дохода (см. § 16.5);
- также бывают случаи «скрытого» рефинансирования, когда участники стремятся избежать выплаты любой выгоды, например посредством портфельного рефинансирования при посредничестве холдинговых компаний, оставляя зарегистрированных кредиторов на своем месте, без обращения к индивидуальному рефинансированию посредством проектной компании;
- в некоторых случаях рефинансирование вызывает проблемы с налогообложением выгоды от рефинансирования, которую получают инвесторы. Проектную компанию могут освободить от налогов на дополнительные заимствования, взятые лишь для выплаты акционерам, поскольку новые займы не предназначались для кредитования бизнеса;
- организация рефинансирования требует от инвесторов значительных затрат управленческого времени, которое с большей эффективностью можно было бы употребить для участия в конкурсах по организации проектов ГЧП. Особенно это относится к небольшим проектам, где стоимость (затраты на решение правовых и финансовых вопросов) рефинансирования высока по отношению к возможной выгоде.

Поэтому единственная вероятная проблема — «избыточная» или «непредвиденная» выгода от рефинансирования, которая возникает:

- когда программа ГЧП находится на начальном этапе и есть вариант быстрого улучшения условий финансирования со стороны кредиторов;
- когда восприятие игроками на финансовом рынке уровня риска, связанного с «нестандартными» проектами, может очень сильно измениться;
- при затягивании сделки и без проведения конкурса для привлечения финансирования (см. § 16.2), так что условия кредитного финансирования не соответствуют сложившейся на рынке ситуации.

Даже тогда резонно утверждать: рефинансирование ускоряет получение дохода или принесит нормальную прибыль частным инвесторам, а значит, подлежит налогообложению, и государство в любом случае выиграет от этого.



Государственным органам трудно дать определение рефинансирования в соглашении о ГЧП так, чтобы учесть все возможные, прямые или косвенные, пути реструктуризации задолженности инвесторами и ускорить изъятие денежного потока на собственный капитал из проектной компании.

Помимо проектной компании, которая просто занимает больше денег, подготовка соглашения должна охватывать такие вопросы:

- Рефинансирование, которое уже было указано в заявке на участие в конкурсе, а значит, и плата за услуги. Риск рефинансирования, если участники конкурса берут его на себя, и получение выгоды от рефинансирования.
- Рефинансирование (которое не предполагает предоставления новых займов) в следующих формах: продление графика выплаты задолженности, снижение кредитной маржи, сокращение требований для резервных счетов (см. § 12.2.4).
- Выгоды от рефинансирования рассчитываются на основе изменений распределения прибылей инвесторов, а не просто дивидендов (см. § 7.3.3).
- Рефинансирование посредством холдинговых компаний, о чем речь шла выше.
- Организация синдиката для предоставления кредита (см. § 9.3.6) или размещение облигаций (см. § 9.4.1).
- Обычные оперативные отказы и поправки к кредитной документации, которые не следует упоминать в определении рефинансирования (даже если они принесут значительную выгоду от рефинансирования).
- Привлечение новых займов для финансирования изменений в соглашении о ГЧП (см. § 15.2.1).
- Случаи вынужденного рефинансирования (см. § 16.4.4).
- Продажа акций (о чем речь пойдет ниже).

Если выгоды от рефинансирования незначительны, то первоначальные политические соображения относительно выплат государственным органам и их контроля надо всеми проблемами должны терять актуальность. Инвесторам и кредиторам невыгодно, чтобы госорганы использовали положения о рефинансировании для контроля за хозяйственной деятельностью проектной компании.

В условиях конкуренции выгоды от рефинансирования надо указать в первоначальных заявках для участия в конкурсе. Следовательно, если предусмотрено распределение выгоды от рефинансирования, это вполне может вылиться в увеличение платы за услуги — по сравнению с той, какой она могла быть. Это ставит госорганы в худшее положение, поскольку «синица в руках» (пониженная плата за услуги) намного лучше, чем «журавль в небе» (будущая доля любой выгоды от рефинансирования).

Если непредвиденные прибыли, что бы ни было их причиной (заимствования или собственный капитал), рассматриваются сходным образом, самый простой способ участия государственных органов в них — стать владельцем значимого, но не контрольного пакета акций в совместном предприятии ГЧП (см. § 17.5), а не пытаться получить прибыли при помощи соглашения о ГЧП.

## § 16.5. Продажа акций

Рефинансирование может вовлечь инвесторов проектной компании в сложные переговоры с госорганами, в результате значительная доля их прибылей отойдет государству в обмен на согласие рефинансирования, тогда как продажа акций (наряду с субординированным долгом учредителей) обычно не подвергается столь строгому контролю со стороны государственных органов. Возможен первоначальный период, когда спонсоры не могут продавать свои пакеты акций, однако впоследствии право госорганов возражать против продажи акций, скорее всего, будет ограничено (см. § 7.2.3).

Продажа акций — весьма вероятный сценарий, поскольку основывается на существенной разнице между IRR на собственный капитал, требуемой первоначальным участником конкурса, и IRR, требуемой вторичным покупателем, который подключается к проекту после исчезновения первичных строительных рисков (см. § 7.3.2). В табл. 16.4 показаны преимущества с точки зрения первоначальных инвесторов, при этом в ней используются те же исходные посылки, что в табл. 16.2.

В этом примере покупателем акций является вторичный инвестор, желающий принять IRR на собственный капитал в 8% на инвестиции, подлежащие оплате, как в случае проекта ГЧП после завершения строительства и на этапе эксплуатации. Следовательно, при использовании той же кассовой наличности, что и в табл. 16.2, такой инвестор заплатит 200 в конце четвертого года взамен кассовой наличности проектной компании, начиная с пятого года. Продавец акций является первичным инвестором, который делает первоначальные вложения и получает доход до конца четвертого года, а затем и единовременную выплату от покупателей в размере 200. В абсолютном выражении первоначальный инвестор получает прибыль в размере 140 (230–90) на первоначальные инвестиции в размере 90 на протяжении четырех лет.

Если говорить о быстром получении дохода от продажи акций (см. табл. 16.3), то он, с точки зрения первоначального инвестора, привлекательнее рефинансирования, особенно если этим доходом не придется делиться с государством (хотя это и означает потерю дохода от проектной компании за весь оставшийся срок существования проекта). Следует отметить, что рефинансирование снижает будущую кассовую наличность проекта и тем самым — ее ценность для другого покупателя акций, так что рефинансирование долга может оказаться невыгодным для первоначального инвестора, если он планирует продать акции.

Эти цифры также показывают, что неблагоприятные политические последствия подобных сделок и получения прибыли от продажи акций могут быть значительными и превысить выгоды от рефинансирования. Стоит ли госорганам участвовать в таких сделках и получать прибыли наряду с выгодой от рефинансирования? Можно создать формулу «сверхприбыли», которая измеряла бы всю кассовую наличность, полученную инвесторами путем рефинансирования или продажи акций. И если показатель IRR превысит какое-то пороговое значение (которое очевидно превышает IRR на собственный капитал в соответствии с базовым сценарием), то часть этого превышения должна направляться

государству. Однако проблема определения значений и подготовки юридических документов и без того сложна, а если речь идет о выгоде от рефинансирования, она еще больше усложняется в рамках структуры. К тому же можно утверждать, что прибыль от продажи акций подлежит налогообложению, так что вместо части прибыли государственный сектор получит выгоду от взимания налогов. И здесь для госорганов есть более простое решение проблемы непредвиденных прибылей от продажи акций. Оно заключается в том, чтобы государственные органы владели неконтрольным пакетом акций и от продажи этих акций на этапе эксплуатации объекта могли получать прибыль, соответствующую разнице между первичной и вторичной IRR на собственный капитал (см. § 17.5). Но в § 16.3 приведен облегченный метод совместного использования прибылей от акций на этапе проведения конкурса.

Табл. 16.4. Продажа акций

Год	0	1	2	3	4	5	24	25	26	27	28
Покупатель											
Покупка					250						
Движение кассовой наличности в рамках проекта						15	15	15	89	89	89
Итоговое движение кассовой наличности					200	15	15	15	89	89	89
IRR на собственный капитал = 8%											
Продавец											
Движение кассовой наличности в рамках проекта	-30	-30	-30	15	15						
Продажа					200						
Итоговое движение кассовой наличности	-30	-30	-30	15	15						
Первоначальные капиталовложения = 90											
Прибыль на инвестиции = 140											
IRR на собственный капитал = 36%											

Самая важная причина особо высокой прибыли от продажи акций, скорее всего, состоит в расхождении между первичным и вторичным доходом от этой продажи. Речь об этом шла выше (см. § 7.3.2), а использованные при этом величины 15 и 8% соответствуют тем, что существовали на некоторых зрелых рынках ГЧП, например в Великобритании и Австралии. Если бы разница между первичным и вторичным доходами была меньше, тогда бы исчезли большие прибыли от продажи акций. Но если доля заемных средств в собственном капитале компании высока (см. § 10.7), то именно кредиторский коэффициент покрытия реально определяет величину IRR на собственный капитал. Итак, проблема прибылей от продажи акций связана с более обширными проблемами финансового структурирования для ГЧП.

## Глава 17. Альтернативные модели

### § 17.1. Введение

В этой, последней главе рассматриваются некоторые альтернативные варианты модели ГЧП, основанной на следующих посылах:

- в соглашении о ГЧП соединяются финансы, строительство и эксплуатация объекта;
- проект осуществляет проектная компания, а большая часть связанных с ним рисков переносится на субподрядчиков;
- проект финансируется за счет средств, взятых в займы у коммерческих банков или полученных на рынке облигаций;
- собственный капитал компании формируется за счет средств спонсоров и других инвесторов.

Все альтернативные варианты предполагают «разукрупнение». Государственные органы проводят тендеры на строительство одной или нескольких частей объекта отдельно (см. § 8.3) вместо единого соглашения о ГЧП. Этот вариант уже обсуждался в связи с:

- финансированием — проведение тендера на финансирование позволяет привлечь средства по частям, а не в рамках единой заявки (см. § 16.2);
- текущим содержанием объекта — существуют доводы в пользу исключения услуг текущего содержания объекта из соглашения о ГЧП (см. § 13.2).

Даже если госорганы захотят привлечь частную компанию в качестве поставщика соответствующих услуг, это можно сделать независимо от соглашения о ГЧП (хотя и надо будет решать проблемы взаимодействия с проектной компанией).

Впрочем, есть и более радикальные решения, связанные с разукрупнением, включая отказ от некоторых типичных для ГЧП услуг.

**Проведение конкурса (§ 17.2).** Процедуру можно изменить так, чтобы получать выгоды от использования структуры ГЧП, лишенной присущих ей отдельных недостатков — значительных затрат и неповоротливости. Тогда, вероятно, финансирование будет происходить целиком за счет частного сектора (или, по крайней мере, он примет на себя риски) со всеми сопутствующими проблемами поиска средств и распределения расходов.

**Изъятие после завершения строительства (§ 17.3).** Поскольку наиболее рискованный в ГЧП — этап строительства, то изъятие (или принятие на себя риска), которое проводится государственными органами после завершения строительства, снижает «повышенную» стоимость частного финансирования,

а взамен они принимают на себя риски, связанные с этапом эксплуатации. Это как минимум позволяет не содержать объект на балансе государственного сектора на этапе строительства.

**Выплата долга государственным сектором (§ 17.4).** С целью сокращения неблагоприятного влияния первоначальных капитальных затрат можно использовать государственное финансирование для выплаты долга проектной компании, не затрагивая при этом остальную структуру ГЧП. Впрочем, выгода в абсолютном выражении ограничена, если какие-либо финансовые риски остаются в частном секторе.

**Совместные предприятия ГЧП (§ 17.5).** В совместном предприятии ГЧП государство становится акционером. Так обеспечивается участие государства в прибылях от акций и любых непредвиденных прибылях, связанных с финансированием. Впрочем, это чревато конфликтом интересов, который может не отвечать интересам государственных органов.

**Некоммерческие организации (§ 17.6).** Еще один способ снижения стоимости капитала в проектах ГЧП — устранение доходов от акций, которые перемещаются в частный сектор, или их удержание в государственном секторе в виде прибыли. Парадоксально, но это может выражаться в повышенной первоначальной плате за услуги.

В этих вариантах непросто разобраться, и, хотя все они достойны изучения, как это явствует из приведенной выше сводки, их недостатки могут перевешивать их достоинства.

## § 17.2. Проведение конкурса

Если не касаться вопроса, является ли государственное финансирование на самом деле «более дешевым» (см. § 2.5), то можно изменить процедуру проведения конкурса так, чтобы в нем проявлялись отдельные преимущества, присущие структуре ГЧП, без создания полноценной структуры ГЧП.

### § 17.2.1. Проектирование, строительство и эксплуатация (ДВО)<sup>1</sup>

Соглашения о проектировании и строительстве (СПС) или о проектировании/инжиниринге, материально-техническом снабжении и строительстве (ПСС) «под ключ» устраняют риск, связанный со строительством, без необходимости создания полноценной структуры ГЧП. Но при этом можно лишиться преимуществ распределения затрат на весь срок действия соглашения о ГЧП, когда речь идет об эксплуатации и техническом обслуживании объекта (см. § 2.6, 2.8). Соглашение о ДВО является продолжением соглашения типа СПС. Оно представляет собой попытку устранения названной проблемы. Первое соглашение — модифицированное соглашение о DBFO (проектирование — строительство — финансирование — эксплуатация) и требует подачи единой заявки для создания объекта, содержащей положения об оказании услуг по текущему

<sup>1</sup> Design-Build-Operate (англ.).

содержанию и обслуживанию объекта в долгосрочном периоде. Для его обозначения также используется словосочетание «проектирование, строительство и содержание» (ПСС).

В соответствии с соглашением о DBO государственные органы оплачивают строительство и расходы на текущее содержание и обслуживание объекта по мере их возникновения, так же как это делает проектная компания в рамках обычного соглашения о ГЧП. При необходимости частная компания, занимающаяся управлением проектами, может осуществлять контроль и управлять исполнением этих соглашений от имени государства, как это делает проектная компания при ГЧП. Государственное финансирование предполагает снижение расходов и возможность вносить изменения в соглашение о DBO в долгосрочном периоде, поскольку оно не привязано к финансированию. Более того, соглашение о DBO не создает сложностей (из-за меньшего числа участников), и, следовательно, его можно выполнить быстрее, а связанные с ним затраты будут ниже.

Впрочем, возникает вопрос о переносе того же самого риска в долгосрочном периоде, что и при создании ГЧП в традиционной форме, особенно когда речь о риске, связанном с техническим обслуживанием объекта (см. § 14.8.6). Что произойдет, если подрядчик, с которым государство заключило соглашение о DBO, не сможет заниматься техническим обслуживанием? Разумеется, последуют штрафные санкции, но компенсируют ли они потенциальные значительные потери (собственного капитала и займов), когда соглашение о ГЧП расторгается при отказе от исполнения обязательств (см. § 2.9.7)? Тогда перенос риска может быть иллюзией, поскольку подрядчику, с которым государство заключило соглашение о DBO, дешевле расторгнуть соглашение, чем столкнуться с долгосрочной проблемой расходов на техническое обслуживание.

В любом случае соглашение о DBO потребует государственного финансирования, которое может и не соответствовать первоначальной цели программы ГЧП (см. § 2.3).

### § 17.2.2. Государственно-государственные партнерства

Есть решение, которое позволяет использовать организационные преимущества проектной компании для управления строительством и эксплуатацией объекта с привлечением субподрядчиков, занимающихся оказанием услуг по строительству и эксплуатации объектов, как это происходит в ГЧП. Однако при этом финансирование полностью ложится на государство, идет ли речь о непосредственном финансировании или предоставлении обеспечения для него. Этот вид партнерства достаточно распространен. Он, например, применялся для финансирования строительства моста через пролив Эресунн между Швецией и Данией (завершилось в 2000 году). Находившаяся в государственной собственности SPV (компания специального назначения) получила право на эксплуатацию моста, сбор дорожных пошлин и платы за пользование проложенными по нему железнодорожными путями. Финансирование происходило за счет займов и облигаций, взятых под обеспечение датского и шведского правительств. SPV заключала соглашения с разными субподрядчиками, в том числе и на строительство объекта.

Похожая схема применялась для финансирования первых автомагистралей во Франции (см. § 3.5). Основным мотивом в то время было исключение финансирования за счет государственного бюджета, но теперь это намного сложнее сделать.

Государственная проектная компания может быть менее эффективной по сравнению со спонсорами частной компании при проведении переговоров с субподрядчиками. Особенно если спонсоры одновременно являются субподрядчиками (а значит, исключается конфликт, связанный с величиной расходов на выполнение соглашения о субподряде). Поскольку финансированием за счет заемных средств (или предоставлением гарантии для него) занимается государственный сектор, то нет кредиторов, которые бы жестко контролировали процесс. Присущие государственно-государственному партнерству более низкие затраты на финансирование могут быть нивелированы более высокими расходами при оплате услуг субподрядчиков. В этом случае вложение капитала не связано с риском, и если цель — привлечение частного финансирования, а не средств из госбюджета, то ее, вероятно, здесь достичь нельзя.

## § 17.3. Изъятие в период после завершения строительства

Идея в том, чтобы риск незавершения строительства оставался в частном секторе. Но госорганам придется взять на себя ответственность или за проект в целом, или, по крайней мере, за выплату долга впоследствии. Даже если объект предполагается построить на условиях финансового лизинга, а значит, и за счет госбюджета, то в изъятии нет необходимости, пока объект еще строится: ведь на тот момент риски, связанные со строительством и его незавершением, остаются в частном секторе (см. § 5.5.2). Поскольку строительство может продлиться несколько лет, то любые бюджетные проблемы допустимо отложить на будущее.

### § 17.3.1. Проектирование — строительство — предоставление обеспечения — эксплуатация (DBGO)<sup>1</sup>

Эта схема — результат развития DBO. Основное отличие в том, что коммерческие банки или другие частные финансовые институты предоставляют обеспечение для финансирования строительства, которое, в свою очередь, предоставляют государственные органы, при этом обеспечение возвращается после завершения строительства. Преимущество DBGO — привнесение кредитной дисциплины в период наивысшего риска.

### § 17.3.2. Финансирование строительства с изъятием

Дальнейшее усовершенствование схемы DBGO нуждается в компании специального назначения (SPV), чтобы привлечь частное финансирование для строительства объекта, которое будет компенсировано после его завершения.

<sup>1</sup> Design-Build-Guarantee-Operate (англ.).

Строительная организация-субподрядчик может предоставить «собственный капитал», но по сути это не более чем отсрочка при получении организацией прибыли от строительства, которую также выплачивают по его завершении.

Данная схема применялась в Италии в соответствии с Legge Obiettivo («Закон цели», 2001 год). Она предназначалась для финансирования крупных проектов по строительству инфраструктуры. В данном законе имеется описание схемы DBGO, но финансирование при этом возлагается на субподрядчика, а государство проводит изъятие после завершения строительства. Вариант схемы нашел применение в Германии — подрядчик финансирует строительство, но по его завершении госорганы берут на себя ответственность за кредит и выплачивают его на протяжении всего срока действия соглашения о ГЧП. Очевидно, что определение стоимости заимствований после завершения строительства отражает переход от проектного риска к риску, связанному с правительством.

В отношении риска результат здесь схож с ситуацией, когда государственные органы предоставляют гарантию полного погашения кредита после завершения строительства объекта (см. § 15.5.1).

## § 17.4. Финансирование государственного долга

Есть еще схема, которая больше соответствует требованию не обременять государственный бюджет расходами ГЧП. Суть ее в том, чтобы оставить структуру ГЧП и распределение риска без изменений, но при этом обеспечить базисное финансирование долга за счет средств государства на рыночных условиях. Это делается для снижения стоимости финансирования, а значит, и для сокращения разницы в стоимости проведения государственных закупок и ГЧП. Впрочем, схема не устраняет этой разницы, во-первых, потому что всего лишь сокращает стоимость заимствований, а доход на акции все еще необходим. И, во-вторых, любое удержание риска в частном секторе все еще имеет какую-то стоимость (см. § 2.5).

Такие государственные заимствования можно осуществить несколькими способами:

- непосредственные заимствования у государственного сектора под гарантии частного банка или страховой компании (§ 17.4.1);
- использование возможностей государственных банков развития для финансирования проектов ГЧП (§ 17.4.2);
- использование возможностей международных финансовых институтов (§ 17.4.3), яркий пример — Европейский инвестиционный банк (§ 17.4.4).

### § 17.4.1. Целевое кредитование с использованием гарантий

В соответствии с данной схемой правительство дает заем проектной компании на тех же условиях, что в графике погашения, но по более низкой цене, потому что стоимость кредита равняется или примерно равняется стоимости государственных облигаций. Частные инвесторы предоставляют собственный капитал



в обычном порядке. Гарантию погашения долга дают частные коммерческие банки, или страховая компания «структурирует» долг (см. § 9.4.4). Таким образом, риск остается у частных инвесторов, как и в стандартном ГЧП, но финансирование предоставляет государственный сектор. Эту схему, принятую казначейством Великобритании, используют в некоторых пилотных проектах. Она носит название кредитной гарантии финансирования (КГФ).

Более низкая стоимость финансирования, конечно же, выражается в более низкой плате за услуги, но абсолютная выгода от этого ограничена. Коммерческие банки назначат ту же самую комиссию за гарантию в виде кредитной маржи, которую назначили бы, выдавая кредит, а узкоспециализированные страховые компании, предоставляющие гарантии, назначат ту же самую по размерам комиссию, которую они бы назначили при размещении облигаций. Поэтому суммарные выгоды ограничиваются разницей между базисной стоимостью финансирования для государственного сектора и аналогичной стоимостью для кредиторов — то есть в случае банковского кредита, на рынке свопов процентной ставки и кредитных премий (см. § 11.2.4). Она, возможно, будет в общей сложности равняться примерно 0,7% годовых. Сюда же стоит добавить не поддающуюся измерению выгоду от конкурентной ставки, используемой для исходного финансирования (см. § 11.2.8). Впрочем, у целевого кредитования есть преимущества с политической точки зрения, и это лишает силы доводы о том, что государственное финансирование «дешевле».

Но гарантия, выданная банком или специализированной страховой компанией, — еще не полное устранение риска для кредитора из госсектора. Остается риск, который несет гарант. Если государство слишком строго подходит к определению организаций, которые можно считать приемлемыми гарантами, то оно может легко превратить несколько частных институтов в монопольных поставщиков, что станет видно по стоимости их услуг (а также будет выражаться в зависимости от этих институтов). А чрезмерно либеральный подход приведет к получению гарантий, имеющих ограниченную или уменьшающуюся стоимость из-за плохих кредитов. И, конечно, гарантия должна действовать на протяжении 25–30 лет. Но за это время институт, соответствовавший требованиям на момент завершения финансовых аспектов проектов, может перестать быть таковым. На самом деле нельзя полагаться только на гарантию без какой бы то ни было проверки или мониторинга исходного кредита проектной компании — это недобросовестная практика. Здесь можно провести параллель с работой рейтинговых агентств, когда ГЧП определяет рейтинг выпущенных облигаций, которые были «структурированы» узкоспециализированной страховой компанией. Агентства в этом случае оценивают кредит узкоспециализированной страховой компании и кредит исходного проекта (см. § 9.4.4).

Поэтому кредитору из государственного сектора придется ввести в действие системы, предназначенные для:

- мониторинга и проверки взаимоотношений с гарантами;
- проверки финансирования и прочей документации на предмет их соответствия необходимым принципам;
- организации и управления выплатой ссуды;

- управления изменениями в проекте, влияющими на рефинансирование (см. § 15.2);
- мониторинга и контроля кредитного состояния гарантов;
- готовности взять под непосредственный контроль исходный заем, если гарант перестал соответствовать предъявляемым требованиям и не может предоставить альтернативное обеспечение (например, обеспечение исполнения обязательств) или найти на замену нового гаранта.

Государственные ведомства не имеют достаточно сил и средств для решения подобных проблем, и наилучший подход для государственного финансирования — использование государственных банковских институтов, у которых есть специфический опыт в оценке проектных рисков.

У госорганов, предоставляющих КГФ, также есть предубеждение против финансирования за счет средств коммерческих банков из-за следующих соображений:

- Организация синдиката для предоставления гарантий потребует одобрения со стороны кредитора из госсектора (поскольку результатом станет смена гаранта), что снижает привлекательность схемы для банков по сравнению с непосредственным кредитом (см. § 9.3.6).
- Банки теряют прибыли от своп-сделок (см. § 11.2.8), и многим из них придется увеличивать стоимость кредита, чтобы компенсировать потери.
- Узкоспециализированные страховые компании взимают меньшую по сравнению с кредитной маржой плату за предоставление гарантий, которую требуют банки (см. § 9.4.4). Если банки участвуют как гаранты, то следует резервировать для них проекты во избежание лишней зависимости от ограниченного числа узкоспециализированных гарантов и создать выгодные для банков условия участия в проектах.

Итак, неудивительно, что схема КГФ еще не проявила себя на рынке ГЧП.

#### § 17.4.2. Развитие государственного сектора или финансирование инфраструктурного банка

Выдача проектной компании кредита на 25 лет не очень привлекательна для коммерческих банков во многих странах. Банки предпочитают заниматься краткосрочным кредитованием физических и юридических лиц по ставкам, которые равны или лучше тех, что применяются для кредитования ГЧП. Это характерно для развивающихся и новых индустриальных стран, но также справедливо и в отношении США (см. § 9.4.3, 10.5.6). Когда финансирование невозможно получить на рынке облигаций или из нескольких источников, государство, если это необходимо для развития программы, вынуждено использовать финансирование ГЧП за счет государственных займов. Парадокс, так как основная цель ГЧП — отказ от использования госбюджета для финансирования инфраструктуры. И хотя государственные банки развития и инфраструктурные банки требуют известных капитальных вложений со стороны государства, они должны предоставить большую часть финансирования, необходимого

для кредитования ГЧП и подобных им проектов, за счет частных средств в автономном режиме, то есть без помощи госбюджета. Типичные примеры — государственный Корейский банк развития, который сыграл значительнейшую роль в южнокорейской программе PPI (см. § 3.8.2), и Национальный банк экономического развития Бразилии.

Государственные банки, нацеленные на финансирование инфраструктуры, — недавнее изобретение. Государственные инфраструктурные банки (ГИБ) встречаются, например, в некоторых штатах США. Они финансируются за счет федерального бюджета, привлечения займов на частных рынках и могут использовать эти ресурсы, помимо всего прочего, для финансирования проектов ГЧП. Хотя по причинам, обсуждавшимся в § 3.5, развитие ГЧП в США шло медленно, и ГИБы нечасто использовались в этом процессе. В 2003 году в Италии учредили организацию Infrastructure S. p. A (ISPA), которая до некоторой степени финансировала проекты ГЧП (первоначально она предназначалась для реализации проектов государственного сектора). Точно так же Ирландское национальное агентство по финансированию (см. § 3.2) предоставляет непосредственное финансирование проектам ГЧП. Впрочем, в целом государственным инфраструктурным банкам еще предстоит сыграть значительную роль на рынке ГЧП.

Проблема государственного финансирования данного типа в том, что предварительная экспертиза может оказаться не вполне независимой. Обычно предполагается, что госорганы сделают все, чтобы уберечь кредитора от потерь, если дела пойдут плохо. А кредитора могут принудить к выдаче кредита под политическим давлением. Это означает, что в объединении проектов с неудачной структурой любая экономия при финансировании теряется из-за недобросовестной предварительной экспертизы.

### § 17.4.3. Международные финансовые институты (МФИ)

Подробное описание МФИ содержится в главе 11 книги «Принципы проектного финансирования». МФИ — институты, организованные в результате международных соглашений для финансирования проектов. Если говорить о ГЧП, то наиболее важные из них:

- Международная финансовая корпорация (МФК), входит в группу Всемирного банка;
- Межамериканский банк развития (МБР);
- Азиатский банк развития (АБР);
- Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР);
- Европейский инвестиционный банк (ЕИБ). Этот институт отличается от остальных и особенно важен для ГЧП, ему будет посвящен отдельный параграф.

МФИ не зависят от бюджета отдельной страны, их капитал используется для финансирования государственной инфраструктуры, и поэтому для них естественно участие в развитии ГЧП. Впрочем, они ведут свои дела в развиваю-

щихся странах, и им приходится ограничиваться «вспомогательным» кредитованием по отношению к коммерческим банкам и другим частным источникам кредитования. Если у последних можно получить финансирование на разумных условиях, то МФИ не должен принимать участие в кредитовании. (Это никак не связано с «взаимодополняемостью» ГЧП, речь о котором идет в § 2.4.) МФИ должны заниматься кредитованием на строго коммерческих началах, которые гарантируют, что предоставляемое ими финансирование является дополнительным по отношению к другим кредитным учреждениям, так как нет оснований брать кредит в МФИ, если его на тех же условиях можно получить где-то еще. И, как уже говорилось (см. § 8.4.1), в развивающихся странах, где должны действовать МФИ, не так часто используют схемы ГЧП.

В итоге, несмотря на то что МФИ и занимаются кредитованием, более важную роль они играют в качестве консультантов. Всемирный банк, например, издает много литературы, посвященной созданию инфраструктуры частным сектором.

#### § 17.4.4. Европейский инвестиционный банк

Это исключение среди других финансовых институтов и, вероятно, наиболее важный институт государственного сектора, занимающийся кредитованием ГЧП. Новые кредиты ЕИБ, выданные ГЧП, достигли 772 миллионов евро в 2005 году, а общая их величина — примерно 20 миллиардов евро (для 89 проектов), что делает его самым крупным кредитором в сфере ГЧП. Около четверти всех займов ГЧП выданы в Великобритании. Значительные вложения в Португалии, Испании и Греции. Поэтому стоит подробно рассмотреть деятельность ЕИБ — это наглядный пример организации государственного финансирования.

**Структура.** По Римскому договору 1957 года, благодаря которому появился Европейский союз (ЕС), ЕИБ создан в качестве автономной организации в рамках ЕС и предназначен для финансирования инвестиций, способствующих интеграции европейских стран. Его акционеры — члены ЕС, но лишь 7,5% уставного капитала реально находится на его счетах, а оставшиеся средства вносятся по требованию. ЕИБ привлекает финансирование на рынках капитала (в первую очередь посредством открытого и закрытого размещения облигаций). Благодаря структуре собственности и капитала кредитный рейтинг банка — AAA. Помимо правительств, ЕИБ, вероятно, самый крупный эмитент облигаций на европейском рынке.

Первоначально ЕИБ создавался по образу и подобию МФИ, таких как Всемирный банк (аналогично Немецкому государственному банку развития *Kreditanstalt für Wiederaufbau*). Его операции должны были ограничиваться финансированием государственных проектов (первоначальная цель состояла в привлечении средств в Германии для перевода их в Италию). В соответствии со статьей 267 Римского договора ЕИБ является некоммерческой организацией, которая предоставляет финансирование, кроме всего прочего, проектам в наименее развитых регионах ЕС и проектам, представляющим интерес для Европейского союза в целом, слишком масштабным, чтобы их финансировали отдельные страны. Законодательный акт о ЕИБ, будучи приложением

к Римскому договору, предусматривает (статья 18), что банк должен предоставлять кредиты в соответствии со статьей 267 «в тех случаях, когда средства нельзя получить из других источников на приемлемых условиях», то есть это типовое требование «дополнительности», о котором речь шла выше. Миссия ЕИБ, связанная с задачами государственного сектора, прописана в той же статье, гласящей: «При предоставлении кредита компании или учреждению, не принадлежащим к структурам стран — членов ЕС, Банк обязан делать это под обеспечение, выданное страной — членом ЕС, на территории которой осуществляется проект, или под иное адекватное обеспечение». Удобство использования ЕИБ в качестве источника финансирования ГЧП и для других целей привело к тому, что Совет директоров банка (всех его членов назначают правительства стран ЕС) уже давно стал выходить за рамки этих положений. Впрочем, он твердо придерживается правила статьи 267: «Насколько это возможно, кредиты должны предоставляться при условии, что также используются другие источники финансирования». И обычно предоставляет максимум 50% от стоимости проекта.

**Стоимость финансирования.** Оно предоставляется в евро и других основных валютах под фиксированный или плавающий процент (см. § 11.2). То, что банк находится в государственной собственности и имеет высокий кредитный рейтинг, позволяет ему привлекать финансирование на условиях лишь чуть худших, чем это делают европейские правительства. При этом ему необходимо покрывать только собственные расходы, а не заниматься коммерческим кредитованием или получать доход от капитала. Значит, он в состоянии кредитовать проекты по стоимости значительно ниже той, с которой вынуждены иметь дело коммерческие банки, или той, которая доступна на рынках облигаций. Данное преимущество и отсутствие ограничений на взаимодополняемость существенно увеличили объем кредитных операций ЕИБ по сравнению с другими МФИ. В 2005 году банк одобрил выдачу новых кредитов на сумму 51 миллиард евро (из них 45 миллиардов приходятся на страны ЕС), а объем кредитов Всемирного банка в тот год составил 14 миллиардов долларов США.

Низкая стоимость — основная причина использования кредитов ЕИБ для проектов ГЧП там, где на рынке частного заемного капитала не хватает средств. Это связано или с масштабами проекта (пример — строительство и реконструкция Лондонского метро в Великобритании), или с недостаточным развитием местных рынков заемного капитала (Португалия, Греция). Однако ЕИБ по сути в состоянии предложить финансирование на основе взаимодополняемости, а также послужить катализатором для привлечения финансирования из другого источника.

**Проекты, удовлетворяющие требованиям банка.** В соответствии с требованиями Римского договора ЕИБ финансирует проекты социальной инфраструктуры в наименее развитых регионах и проекты экономической инфраструктуры, способствующие укреплению связей между странами ЕС. Наиболее важные — программы ТТМ (трансъевропейских транспортных магистралей) и способов передачи электроэнергии по территории ЕС. В 2005 году ЕИБ выдал кредитов на 7,4 миллиарда евро для ТТМ и 900 миллионов — для энер-

гетических сетей (некоторые из них были включены в статистику кредитования ГЧП).

Все кредиты ЕИБ должны получить одобрение правительства соответствующей страны, а также соответствующего директората Еврокомиссии, у которого иногда возникают возражения, обычно касающиеся природоохранных аспектов. ЕИБ оперирует квотами (данные о них не публикуются и не предаются широкой огласке) для проведения взаимозачетов кредитов между странами — членами ЕС. Для выделения кредитов на территории стран — членов Союза необходимо согласие правительств этих стран. Кроме того, есть и общие требования, согласно которым регионы, получающие кредиты, считаются менее развитыми, а проекты осуществляются в «общих интересах». Обычно государственные органы охотно берут кредиты ЕИБ для ГЧП, потому что они относительно дешевы и госорганы полагают, что этот банк в большей степени «на их стороне», чем коммерческие кредиторы.

ЕИБ проводит предварительную экспертизу технической и финансовой жизнеспособности проектов ГЧП, как это делают и коммерческие банки (см. § 9.3.4). Также изучаются общие экономические последствия проекта (см. § 5.2). Но на практике, если власти соответствующей страны приняли решение об организации ГЧП (или это является частью программы ТТМ), то ЕИБ, как правило, не оспаривает необходимость его осуществления из экономических соображений. Проекты должны соответствовать природоохранным нормам ЕС, а организаторы — соблюдать порядок закупок товаров и услуг (см. § 6.3.1).

**Гарантированные и негарантированные кредиты.** Положение о ЕИБ требует получения правительственных гарантий или «других адекватных гарантий» для предоставления кредитов. Несмотря на это, банк уже долгое время без каких бы то ни было гарантий выдает кредиты, так сказать, «под подпись заемщика», то есть частным заемщикам с хорошей репутацией. На первом крупном этапе кредитования ГЧП банк (прецеденты имели место при кредитовании соглашений по закупке электроэнергии в Великобритании) не принимает на себя строительные риски, а значит, обычно не требует банковских гарантий на этапе строительства. Даже на этапе эксплуатации эти гарантии выдаются на умеренных условиях. Так, например, в дорожной концессии ЕИБ может принять на себя половину рисков превышения операционных расходов и риска недополучения дохода через восемь лет после начала проекта, а оставшуюся часть рисков — через 15 лет. И при этом требовать предоставления гарантии по кредиту до тех пор, пока он не примет на себя эти риски. Впрочем, в проектах строительства зданий (по типу PFI), например школ, где риск превышения операционных расходов незначителен, банковская гарантия возвращается после завершения строительства. Обеспечение, полученное от узкоспециализированных страховых компаний (см. § 9.4.4), банк также принимает в качестве гарантии. Освобождение от обязательств по гарантии, как правило, происходит при выполнении минимальных требований к коэффициенту покрытия (см. § 10.6).

Размер этого обеспечения покрывает не только непогашенную сумму кредита, но и проценты за шесть месяцев и резерв на случай досрочного растор-

жения соглашения, включая величину «par floor» (см. § 11.2.12) при условии досрочного погашения кредита ЕИБ.

Гарантию должны выдавать банки, удовлетворяющие определенным требованиям, имеющие определенный кредитный рейтинг. Если он понижается, то ЕИБ может потребовать, чтобы гарантия была обеспечена наличностью. В принципе, пока гарант несет риск, ему следует принимать решения относительно кредита (кроме таких случаев, как изменение графика выплаты задолженности или ставки процента). Но при значительном снижении кредитоспособности гаранта ЕИБ должен быть готов к прямой ответственности за управление кредитом. Это означает, что банк продолжает следить за кредитами даже при наличии гарантии.

Как происходит переход от гарантированного кредита на этапе строительства к негарантированному на этапе эксплуатации? Банкам-гарантам необходимо дать возможность принятия решений и управления собственными рисками на этапе строительства. Но как быть, если они касаются риска ЕИБ после завершения строительства? Проблема проста — банк позволяет гарантам принимать решения, но при несогласии с ними не станет возвращать обеспечение, когда для этого придет время. Результат может быть неблагоприятным для гарантов, но репутация ЕИБ в этом отношении безупречна.

После отказа от гарантий ЕИБ, скорее всего, становится наиболее крупным отдельным кредитором проектной компании, если предположить, что он, как обычно, финансирует 50% расходов. Коммерческие банки могут одновременно предоставлять кредит такого же размера, что и ЕИБ, но доля каждого из них будет намного меньше, если они создадут для этого синдикат (см. § 9.3.6). Поскольку в этом случае между ними неизбежно возникают трения (см. § 12.6), то ЕИБ получает большинство голосов и, как правило, возможность заблокировать большую часть действий кредиторов в целом.

Несмотря на дополнительные расходы, связанные с требованием банковских гарантий, финансирование, которое ЕИБ предоставляет ГЧП, изначально выгоднее благодаря более низкой стоимости кредита. Впрочем, рост конкуренции со стороны коммерческих банков привел к тому, что ЕИБ стал принимать на себя больше риска, а значит, снижать требования к банковским гарантиям, особенно на этапе строительства в проектах PFI. Банк стал принимать на себя некоторые дополнительные риски в рамках основанного в 2001 году Фонда структурированного финансирования (ФСФ), который позволяет брать на себя различные проектные риски путем предоставления:

- кредитов с преимущественным правом требования и гарантий, которые позволят банку принимать на себя риск на этапе, предшествующем завершению строительства, и на начальном этапе эксплуатации;
- мезонинного финансирования и гарантий, которые стоят в очереди на выплату перед субординированным долгом и доходом владельцам акций;
- производных ценных бумаг, связанных с проектом (хеджированием).

Для этих целей выделены резервы в размере 750 миллионов евро, а в 2006 году программа Фонда структурированного финансирования распо-

лагала 3,75 миллиарда евро. ФСФ был широко задействован в финансировании проектов ГЧП, особенно в сфере строительства зданий. Цель ФСФ — «повышение эффективности приоритетных проектов путем поддержки коммерческих банков и рынков капитала». На практике лишь небольшая часть финансирования, направленного в сферу ГЧП, была дополнительной по отношению к частному финансированию.

Следует отметить, что ЕИБ предоставляет финансирование в ограниченных объемах и за пределами ЕС: обычно это происходит в рамках европейской программы помощи. В таких случаях он требует полной гарантии от банков или правительств. При этом ЕИБ может стать катализатором менее развитых местных финансовых рынков (как это было в ЮАР).

**Так ли важна взаимодополняемость при кредитовании?** Интересно сравнить подход, которого придерживается ЕИБ в отношении к кредитной взаимодополняемости, с подходом Европейского банка реконструкции и развития, чьи функции пересекаются с функциями ЕИБ. ЕБРР был создан для предоставления кредитов в бывших советских республиках и странах Восточной Европы. Первоначально наиболее важными для него были центральноевропейские страны: Польша, Венгрия, Чехия. Но когда там появилась возможность частного финансирования, ЕБРР свернул это направление и перевел операции дальше на восток. С другой стороны, ЕИБ продолжает деятельность в центральноевропейских странах, поскольку теперь они — члены Европейского союза.

Реакция частных кредиторов на то, что ЕИБ захватил значительную часть их рынка, неоднозначна. Некоторые не видят логики в его участии, потому что рынок частного капитала сам в состоянии обеспечить необходимое финансирование. Но если относительно дешевое финансирование ЕИБ обеспечит их клиентам победу в конкурсе на организацию ГЧП, то они не станут противиться. Другие в принципе возражают: они теряют возможности предоставлять дополнительное по отношению к ЕИБ кредитование. Но если игнорировать вопрос, соответствует ли такая политика ЕИБ целям Римского договора (а это совсем не так), то ее трудно оправдать, когда речь заходит о проектах ГЧП.

Будучи государственным органом, ЕИБ предоставляет недорогие государственные кредиты для осуществления проектов, которые сохраняют преимущества частного сектора в плане управления и контроля над проектами. Поскольку выгода, связанная с низкой стоимостью, достигается посредством платы за услуги (а не просто направляется на повышение доходов инвесторов), то участие ЕИБ выгодно для госорганов с финансовой точки зрения. Обычно это достигается путем предоставления с его стороны равных возможностей кредитования для всех участников проекта ГЧП, соответствующего требованиям банка. Так как ЕИБ сообщает о них на момент объявления о проведении тендера, то участники учитывают их при расчете стоимости своих заявок. Впрочем, это значит, что ЕИБ подключается к проекту ГЧП раньше, чем какой-либо коммерческий банк. Но так происходит не всегда, поскольку, как правило, ЕИБ вступает в проект после объявления победителя тендера и определения величины платы за услуги. Так что его участие лишь незначительно увеличивает стоимость проекта. Сейчас ЕИБ внимательнее подходит к этим пробле-



мам, стремится избегать подобных ситуаций и даже проводит предварительную экспертизу с привлечением третьих лиц, как это делают частные банки (см. § 8.5.2). Этим кредитная политика ЕИБ отличается от политики банков развития, находящихся под контролем правительств отдельных стран, которые могут и не уделять столько внимания экспертизе (см. § 17.4.2).

**Иные виды деятельности.** В 1994 году ЕИБ совместно с частными финансовыми институтами организовал Европейский инвестиционный фонд (ЕИФ). Первоначальная цель — обеспечение гарантий по кредитам ЕИБ, включая и те, что выдавались ГЧП. Но поскольку необходимость в них в основном отпала (или эту функцию взяли на себя коммерческие банки), то в 2000 году ЕИБ выкупил доли остальных партнеров, и ЕИФ перестал участвовать в проектах ГЧП. Естественно, что ЕИБ имеет солидный штат специалистов в сфере ГЧП. Тем не менее он официально не оказывает услуг в области финансового консультирования даже государственным органам, хотя и дает много неформальных консультаций безвозмездно. Банк осуществляет и другую помощь, например предоставляет своих специалистов правительствам стран — членов ЕС. В 2006 году ЕИБ основал Европейский центр экспертизы ГЧП — для подготовки сотрудников управлений по ГЧП в странах ЕС (см. § 3.2).

## § 17.5. ГЧП-совместные предприятия

Совместные предприятия ГЧП (их также называют институциональными ГЧП) — проектные компании, находящиеся в совместном владении государственного и частного сектора. Такие структуры чаще используются для организации франшизы в сфере коммунальных услуг, например водоснабжения — муниципалитеты и компании создают совместные предприятия. Также они встречаются в ГЧП для строительства новых объектов (обычно речь о концессиях). Совместные предприятия ГЧП частично решают проблемы, возникающие при появлении непредвиденных прибылей, которые получает частный сектор вследствие асимметричности информации. Государственные органы должны иметь равный доступ к информации и к прибылям от непредвиденного увеличения дохода по отношению к имеющемуся капиталу.

Впрочем, здесь, на разных этапах реализации проекта, возникают вопросы выбора частного партнера и тесных взаимоотношений между совместным предприятием ГЧП и государственными органами.

- Должен ли тендер проходить в два этапа, первый — для выбора партнера, а второй — для непосредственного заключения соглашения о ГЧП?
- Следует ли совместному предприятию ГЧП принимать участие в конкурсе на заключение соглашения о ГЧП наряду с претендентами из частного сектора? И если не следует, то как это обосновать с точки зрения эффективного расходования средств?
- Какой должна быть процедура проведения конкурса, если государственные органы организуют государственно-государственное партнерство (см. § 17.2.2), а затем продают пакет акций частным инвесторам?

- Как государственные органы могут вести переговоры сами с собой?
- Что происходит при осуществлении контроля за исполнением соглашения о ГЧП в долгосрочном периоде: если у проекта начинаются трудности — станут ли государственные органы спасать проект для защиты своих акций?

Итак, организация совместного предприятия ГЧП привлекательна с политической точки зрения. Однако это требует очень аккуратного подхода со стороны государственных органов, чтобы избежать принятия ошибочных решений из-за двойственной роли государства.

## § 17.6. Некоммерческие организации

Даже если финансирование осуществляется за счет привлечения средств из государственного сектора, предельная разница между ним и финансированием за счет частных кредитов незначительна. Наиболее высокий доход, конечно же, получают акционеры проектной компании, и именно он может сыграть ключевую роль в том, чтобы организация ГЧП стала неприемлемой с политической точки зрения. Решение проблемы — некоммерческие организации, которые также называются бесприбыльными некоммерческими организациями (БНО). Они обеспечивают передачу полученной от реализации проекта непредвиденной прибыли в государственный сектор. Ниже речь — о двух типах бесприбыльных организаций:

- организации с «незначительным собственным капиталом», чья деятельность целиком финансируется за счет заемного капитала (§ 17.6.1);
- публичные доверительные фонды (§ 17.6.2).

### § 17.6.1. Организации с «незначительным собственным капиталом»

Больше всего критике политических противников правительства подвергаются высокие доходы от акций проектов ГЧП. И на самом деле, во многих случаях они кажутся более высокими, чем должны быть (см. § 7.3.2). Поэтому столь привлекательны организации, целиком финансируемые за счет заемного капитала. Обычно в них акциями проектной компании продолжают владеть частные инвесторы, но реальная величина акционерного капитала незначительна (поэтому и используется термин «незначительный собственный капитал»), и распределения прибылей не происходит. (С этой целью можно использовать другие организационно-правовые формы: вместо «компаний с ограниченной ответственностью по акциям» можно учредить «компанию с ответственностью, ограниченной гарантиями ее членов».) Организации с незначительным собственным капиталом удобны, когда есть перспективы наращивания кассовой наличности. Например, в дорожной концессии, которая увеличивает пропускную способность существующего моста при помощи строительства другого моста (это значит, что потоки транспортных средств и кассовой наличности уже хорошо отлажены). Именно так и было в первых проектах: в Великобритании — Дартфордский мост и мост через реку Северн, в Португалии — мост через реку Тежу.

Первое возражение против таких организаций — значительная плата за услуги. Так происходит, потому что у долга должен быть коэффициент покрытия. Итог — в табл. 17.1. Типовой вариант финансирования ГЧП, где используется 90% заемного капитала, сравнивается с тем, где 100% заемного капитала.

Цифры в колонке А — типовой вариант финансирования, расчет происходит по схеме из табл. 10.5. Плата за услуги, необходимая для обслуживания долга первой очереди, обеспечения необходимого коэффициента покрытия и 15% IRR на собственный капитал, — 84,1 в год. Колонка В представляет вариант, когда проект на 100% финансируется за счет долга первой очереди на тех же самых условиях. Ежегодное обслуживание долга составляет 76,9. Это означает, что коэффициент покрытия равен 1,2, а плата за услуги должна возрасти до 92,3. Следовательно, вариант В более затратен для государственных органов. При этом он тоже приносит дополнительный годовой доход, равный 15,4, который нельзя использовать для выплаты дохода от акций. Но его придется как-то использовать. Поэтому вариант С предполагает, что все денежные средства, оставшиеся после выплаты процентов, направляются на выплату основной суммы, а соглашение о ГЧП расторгается после выплаты долга. Как можно видеть, это происходит на 19-м, а не на 28-м году, как в варианте типового финансирования. (Похоже на результат из модели НЧСД — см. § 13.4.4.) Этот вариант финансирования имеет еще одно преимущество — если государству придется субсидировать проект для сохранения его жизнеспособности и субсидии окажутся избыточными, то акционеры не смогут этим воспользоваться. Он также применяется совместно с частичной выплатой дохода или гарантией погашения долга, полученной от государственных органов. Впрочем, хотя его стоимость намного ниже на протяжении всего срока существования проекта, более высокая первоначальная плата за услуги может поднять вопрос платежеспособности. Предполагается, что после полной выплаты долга плата с потребителей за пользование объектом не взимается. Этот вариант обычно используют в рамках государственно-государственных партнерств, он же применялся при строительстве мостов в Великобритании и Португалии.

Такая схема финансирования может использоваться в концессии, и она не предполагает отражения в балансе государственного сектора. Намного труднее применить ее в проектах PFI и достичь того же результата, поскольку реальный уровень переноса риска в частный сектор ограничен.

Но при использовании варианта С кто-то должен владеть и управлять проектной компанией. Есть опасность, что строительная организация-субподрядчик будет единственным заинтересованным лицом. Здесь возникает конфликт интересов на этапе строительства, и он почти или вообще не проявляется на этапе эксплуатации. С другой стороны, у кредиторов первой очереди есть стимул к тому, чтобы объект был построен в срок и без превышения бюджета, а также эксплуатировался должным образом, что обеспечит выплату долга. Так что они могут владеть проектной компанией (при условии, что это не вызывает проблем с балансом или соблюдением законов).

На самом деле более вероятно использование двух типов заимствований — долга первой очереди и мезонинного долга (см. § 9.6). Кредиторами в последнем

Табл. 17.1. Стопроцентное финансирование за счет привлечения заемных средств

<b>Исходные посылки</b>									
Стоимость проекта							1000		
Ставка процента по долгу первой очереди							6%		
ADSCR долга первой очереди							1,20x		
Срок обслуживания долга первой очереди							26 лет		
Срок действия соглашения о ГЧП							28 лет		
Годы	1	2	3	18	19	20	26	27	28
<b>(А) Типовой вариант финансирования</b>									
Соотношение собственных и заемных средств 90:10									
Обслуживание долга по аннуитетной схеме	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2		
Доход от акций (15% IRR на собственный капитал)	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	84,1	84,1
<b>Общая величина платы за услуги</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>	<b>84,1</b>
ADSCR долга первой очереди	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2		
<b>(В) 100% долга первой очереди</b>									
Начальный остаток задолженности по кредиту	1000	983,1	965,2	523,1	477,6	429,3	72,6		
Проценты за пользование кредитом	60	59	57,9	31,4	28,7	25,8	4,4		
Погашение основной суммы долга	16,9	17,9	19	45,5	48,3	51,1	72,6		
Обслуживание общей суммы долга [a]	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9		
Конечный остаток задолженности по кредиту	983,1	965,2	946,2	477,6	429,3	378,2	0		
<b>Движение кассовой наличности для коэффициента покрытия [b] (= Плата за услуги)</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>	<b>92,3</b>
Превышение доходов над расходами ((b) – [a])	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	92,3	92,3
<b>(С) Превышение используется для обслуживания задолженности</b>									
Начальный остаток задолженности по кредиту	1000	967,7	933,5	89,1	2,2				
Плата за услуги (= [b])	92,3	92,3	92,3	92,3	92,3				
Проценты за пользование кредитом [c]	60	58,1	56	5,3	0,1				
Погашение основной суммы долга ((b) – [c])	32,3	34,2	36,3	86,9	92,2				
<b>Конечный остаток задолженности по кредиту</b>	<b>967,7</b>	<b>933,5</b>	<b>897,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-89,9</b>				

случае могут выступать субподрядчики, контролирующие проектную компанию. Это проявится в снижении первоначальной величины платы за услуги, поскольку мезонинный долг, хоть и имеет более высокую стоимость по сравнению с долгом первой очереди, требует более низких коэффициентов покрытия.

Впрочем, остается необходимость позаботиться об управлении проектной компанией. У кредиторов нет стимула для быстрой выплаты кредита (или привлечения рефинансирования на более выгодных условиях). Они могут соблазниться на использование остатка кассовой наличности для других целей (например, чтобы выплатить самим себе более высокую кредитную маржу), и если строительная организация-субподрядчик является кредитором второй очереди, то конфликт интересов остается актуальным. Поэтому необходимо управлять этими процессами посредством соглашения о ГЧП. Вариант тоже не идеален, здесь лучше подходят публичные доверительные фонды, о которых речь ниже. На самом деле проблема намного шире, поскольку у кредиторов (хотя они и рискуют капиталом) нет мотивации на получение повышенной прибыли при повышенном риске от использования капитала (см. § 2.9.6).

### § 17.6.2. Публичные доверительные фонды

Идея бесприбыльного ГЧП, которым владеют его акционеры, хотя и оказалась жизнеспособной в уже упомянутых проектах, все-таки несколько необычна. Альтернатива ей — проектная компания как публичный доверительный фонд. Или проектная компания, которая находится в собственности такого фонда.

Термин «фонд» используется здесь не в юридическом смысле, а для обозначения хозяйствующего субъекта, который:

- независим от государственных органов;
- не находится в собственности или под управлением частных инвесторов;
- не является бесприбыльной организацией.

Мы прошли долгий путь. Круг замкнулся, и мы вернулись в ту же точку. В XVIII веке школы или больницы находились в собственности благотворительных учреждений, а платные дороги эксплуатировались дорожным доверительным фондом (см. § 1.4.1). В полном соответствии с приведенным выше современным определением. («Бывает нечто, о чем говорят: «смотри, вот это новое»; но *это* было уже в веках, бывших прежде нас». Еккл. 1:10.) И очень примечательно, что первый современный целевой проект имел официальное название (данное президентом Эйзенхауэром) — «Государственно-частное партнерство» (журнал *Time* от 14 ноября 1955 г.). Это был проект строительства (с частичным финансированием из федеральных фондов) плотин Priest Rapids и Wanarum на реке Колумбия в штате Вашингтон, которое велось коммунальным предприятием округа Грант — публичным доверительным фондом, занимавшимся производством и распределением электроэнергии.

(Впрочем, это ГЧП не соответствовало определению, данному в нашей книге, поскольку финансирование за счет средств федеральных фондов предполагало субсидии, а не долгосрочные договорные отношения.)

Так как публичный доверительный фонд — организация, целиком финансируемая за счет заемного капитала, то у него возникнет проблема с коэффициентом покрытия. В этом случае его можно создать одним из двух способов:

- Предоставив имеющуюся кассовую наличность в распоряжение фонда в качестве «затравки». Если наличность в распоряжении фонда составляет 15,4 в год (см. табл. 17.1), то он может привлечь финансирование для новых инвестиций. Это сработает, если фонд создается, например, для улучшения существующей платной дороги.
- Увеличением платы за услуги, как показано в табл. 17.1.

В каждом случае у фонда появятся добавочные денежные средства, которые можно использовать для досрочной выплаты долга, частичной компенсации платы за услуги или потратить на оплату других коммунальных услуг. Может сработать эффект «снежного кома», когда новая инфраструктура создает поток движения кассовой наличности, избыточная часть которой идет на привлечение новых заимствований и инвестиций. Публичные доверительные фонды распространены в США, в проектах платных дорог, таких как Покахонтас-Фривей в Виргинии и Южный Коннектор в Южной Каролине (см. § 3.5). Похожие публичные доверительные фонды (жилищно-строительные организации) в настоящее время являются основными поставщиками социального жилья в Великобритании. Они могут начинать свою деятельность с перевода социального жилья из государственного сектора, а затем получают возможность привлечь финансирование для дальнейшего инвестирования на основе имеющейся кассовой наличности. При этом дополнительные средства вновь направляются на капиталовложения. Таким образом, публичные доверительные фонды прекрасно работают в рамках концессии.

Кроме того, для финансирования общественной инфраструктуры в рамках PFI удобнее использовать публичные доверительные фонды вместо организаций, финансируемых целиком за счет заемного капитала, потому что необходимо что-то делать с добавочными денежными средствами. Их нельзя просто использовать для сокращения размеров долга (или выплатить их государственным органам), поскольку это с большой вероятностью означает, что объект ставится на баланс государства. Но проектная компания, которой владеет публичный доверительный фонд, может взяться в рамках ГЧП за строительство, например, школы, а фонд — направлять дополнительные денежные средства, полученные от кредиторского коэффициента покрытия, на соответствующие образовательные цели. С точки зрения государства такой фонд позволяет обеспечить эффективное расходование денежных средств — по сравнению со стандартной схемой организации ГЧП при условии, что это использование дополнительных денежных средств можно применить в собственных расчетах ЭРС, проводимых государственными органами. Если публичный доверительный фонд является благотворительной организацией или государственные органы делают отчисления (исключаемые из суммы, подлежащей обложению подоходным налогом) из дополнительных денежных средств в подобную благотворительную организацию, то возможно получение дополнительных налоговых льгот.

Впрочем, госорганы стремятся показать, что эффективность расходования средств в этой форме финансирования сравнима со стандартной формой ГЧП. Наиболее простой способ — сравнение NPV платы за услуги в обычной форме с NPV платы за услуги в рамках фонда — за вычетом NPV текущих дополнительных денежных средств. Но если предположить, что процентная ставка для платы за услуги — это PSDR, то ту же самую ставку не следует использовать для дисконтирования дополнительных денежных средств. В этом случае уровень риска иной, потому что дополнительные денежные средства выплачиваются только на последней ступени каскадной схемы распределения. Следовательно, риск более неопределенный. Здесь больше подойдет дисконтная ставка, похожая на IRR на собственный капитал частного сектора. Если взять примеры из табл. 17.1 и принять PSDR равной 6%, а дисконтную ставку на дополнительные денежные средства в 15% (такую же, как IRR на собственный капитал частного сектора), то получим следующие результаты:

- Вариант А со стандартной формой ГЧП – NPV платы за услуги = 1127.
- Вариант В, когда организация целиком финансируется за счет заемного капитала, — NPV платы за услуги = 1237.
- Минус NPV дополнительных денежных средств = (104).
- Чистая стоимость NPV = 1133.

Итак, при использовании этих предположений вариант А предлагает самое эффективное расходование денежных средств для государственных органов. Полученные результаты сильно зависят от дисконтных ставок, особенно в отношении дополнительных денежных средств. Более низкая процентная ставка в последнем случае изменит результат. Так, ставка в 12% приводит к стоимости NPV = 1108, что сделает вариант В, по-видимому, более предпочтительным. Похожие проблемы появляются и в организациях с незначительным собственным капиталом.

Также существуют проблемы управления. Кредиторов может беспокоить, что фондам недостает стремления к получению прибыли, а значит, управление проектной компанией не будет эффективным. То есть навыки управления проектами, приобретенные в частном секторе, как и другие умения (см. § 2.9), окажутся невостребованными. Этот недостаток устраняется, если проектной компанией будут владеть кредиторы (§ 17.6.1), а дополнительные денежные средства безвозмездно передаваться в публичные доверительные фонды (или благотворительные организации). Но это вновь ставит проблемы управления, которые обсуждались в разделе, посвященном организациям, полностью финансируемым за счет заемного капитала.

Подведем итог. Реальные финансовые преимущества устранения частного капитала из ГЧП бывают не столь значительными, как это кажется на первый взгляд. Их можно уравновесить при помощи бесприбыльных организаций, более приемлемых с политической точки зрения, и тем самым избежать получения последующих неожиданных доходов частным сектором.

Есть и такой аргумент: соглашения о ГЧП, как бы их ни изменяли с учетом конкретной ситуации, слишком жестки для удовлетворения требований

общественной инфраструктуры в долгосрочном периоде. И если уж эту инфраструктуру необходимо финансировать за счет частных капиталов, то лучше сделать это с помощью законодательства. В этом случае соблюдение стандартов качества услуг, как и доходы инвесторов, будут контролировать независимые инспекторы — вместо того чтобы требовать их исполнения в рамках соглашений, как это происходит на приватизированных коммунальных предприятиях (см. § 1.5). Описанную здесь схему еще только предстоит осваивать в других (а не только в коммунальном) секторах экономики, за частичным исключением Лондонского метро — см. § 3.4.2). Но ей, вероятно, предстоит сыграть свою роль в концессиях, а быть может, и в проектах PFI. Возможно, она устранил получение непредвиденных прибылей путем ограничения общей величины доходов от инвестиций вне зависимости от их источника. И допустит с течением времени изменения в расходах на приобретение основного капитала, операционных расходах и структуре капитала. Не исключено, что эта схема могла бы облегчить задачу государственных органов по изменению объема и характера оказываемых услуг. Впрочем, это уже выходит за рамки данной книги.



## Закон о концессионных соглашениях — статус-кво в РФ

Ни в законодательстве, ни в литературе нет единообразного определения государственно-частного партнерства в России (далее — «ГЧП»), однако его основные принципы и цели не вызывают сомнений. Во-первых, частные инвестиции позволяют целенаправленно привлечь дополнительные ресурсы в те секторы и сферы экономики, которые изначально находятся в зоне ответственности государства. Во-вторых, благодаря ГЧП государство получает возможность эффективнее справляться со своими задачами, действуя совместно с частным бизнесом и обеспечивая повышение уровня качества тех товаров, работ, услуг и инфраструктуры, ответственность за которые несет государство (социально-значимый эффект). В-третьих, это эффективный механизм, который при должном уровне распределения рисков между государственным и частным партнерами обеспечивает долгосрочное и прибыльное сотрудничество, приносящее выгоду обеим сторонам.

И государство, и бизнес всегда пытались так или иначе взаимодействовать для достижения указанных целей. Формы такого взаимодействия базировались на использовании множества разрозненных договорных связей между партнерами. Все это зачастую не давало достаточного уровня комфорта ни для одной из сторон ГЧП. Очевидная необходимость наличия единой базы для урегулирования отношений партнеров и распределения рисков между ними требовала комплексного решения.

Можно говорить, что в России поступательное движение в сторону развития базы ГЧП началось в 2005 году с принятием Федерального закона № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (далее — «закон о концессиях»), который как раз и создал ту юридическую базу, которая требовалась для развития ГЧП, в форме концессий. Параллельно развивалось местное законодательство по ГЧП, целью которого было создать иные формы сотрудничества между государством и частными инвесторами. Мы не рассматриваем такие иные формы сотрудничества для целей настоящего кейса ввиду того, что эта тема бесконечна и каждая отдельная форма такого сотрудничества может стать предметом отдельной статьи.

Закон о концессиях претерпел множество изменений с момента его принятия. Такие изменения опирались, прежде всего, на нужды бизнеса и государства, которые становились очевидны по мере применения указанного закона и реализации проектов. С другой стороны, подобные изменения были вызваны необходимостью «встраивания» концессии в общее и межотраслевое законодательство (например, земельное законодательство, градостроительное законодательство, бюджетное законодательство и др.), а также обратным процессом, который потребовал взаимного соотношения общего и межотраслевого законодательства с концессией (например, долгожданное закрепление нормы о предоставлении в аренду земельного участка лицу, с которым заключено концессионное соглашение, на весь срок действия концессионного соглашения без необходимости проведения тендера<sup>1</sup>).

На сегодняшний момент<sup>2</sup> закон о концессиях<sup>3</sup> представляет собой абсолютно рабочую базу для подготовки и осуществления проектов ГЧП, которые развиваются

<sup>1</sup> Соответствующие изменения в Земельный кодекс РФ вступили в силу 1 марта 2015 года.

<sup>2</sup> На 1 июня 2015 года.

<sup>3</sup> С изменениями, внесенными Федеральным законом от 21.07.2014 № 265-ФЗ (ред. 29.12.2014), которые вступили в силу 1 февраля и 1 мая 2015 г.

в форме концессий. Объективно понятно, что закон о концессиях — это живой организм, который адаптируется к современным реалиям и меняется вместе с ними. Поэтому мы являемся свидетелями последних изменений в закон о концессиях, которые, с одной стороны, вызвали массу положительных откликов, а с другой — критику со стороны бизнеса.

На наш взгляд, все изменения в законодательстве о концессиях и в гражданском законодательстве в более широком смысле имеют колоссальное значение для улучшения «финансируемости» проектов ГЧП, в частности, в форме концессий. Мы бы хотели отдельно остановиться на некоторых наиболее значимых изменениях, внесенных в Закон о концессиях.

1. Если ранее возможность заключения прямого соглашения с кредиторами существовала только в случае, если объектом концессионного соглашения являлась автомобильная инфраструктура или объект ЖКХ, то в настоящее время такое ограничение снято и концепция прямого соглашения распространяется теперь на все объекты концессии, которые указаны в законе о концессиях. Безусловно, это является позитивным моментом для кредиторов, для которых возможность финансировать и другие объекты концессий стала более привлекательной.
2. Одновременно с появлением возможности заключения прямого соглашения в отношении любых объектов концессии закон о концессиях предусматривает, что в случае наличия прямого соглашения с кредиторами замена прежнего концессионера осуществляется с учетом мнения кредиторов на основании решения соответствующего органа исполнительной власти соответствующего уровня, который принял решение о заключении концессионного соглашения. Причем такая замена концессионера происходит без конкурса и при условии, что новый концессионер, к которому перейдут права и обязанности по концессионному соглашению, соответствует требованиям к участникам конкурса.
3. Предусмотрена возможность преимущественного выкупа объекта концессии концессионером при условии включения объекта концессии в документ планирования приватизации государственного или муниципального имущества на период, соответствующий окончанию срока действия концессионного соглашения (приватизация объекта концессии). Представляется, что это должно повысить интерес инвесторов к участию в концессионных проектах, а также должно повысить аппетиты кредиторов для финансирования таких проектов. Еще предстоит определить, как и каким образом такое право может быть в действительности реализовано, так как пока отсутствуют какие-либо гарантии его реализации.
4. Теперь предусмотрена возможность установления платы концедента в отношении любых объектов концессии (ранее такая возможность существовала только в отношении концессий, объектом которых выступала дорожная инфраструктура). Мы полагаем, что это позволит продвинуть и развивать объекты инфраструктуры (например, коммунальной), которые ранее являлись не столь привлекательными для инвесторов в силу, например, низких тарифов и/или невозможности обеспечить прибыльность проекта и/или окупаемости инвестиций концессионера по их созданию (модернизации). Понятно, что в низкотарифном сегменте коммунальной инфраструктуры (например, водоснабжении) такая возможность была бы очень востребованной.

5. Немаловажным изменением является расширение гарантий прав концессионера.

Закон о концессиях предусматривает гарантии концессионера в двух обстоятельствах: а) если совокупная налоговая нагрузка на концессионера увеличивается или б) концессионер в значительной степени лишается того, на что он вправе был рассчитывать при заключении концессионного соглашения в результате принятия федерального закона и (или) иных нормативно-правовых актов, в том числе если в результате таких актов введены запреты или ограничения в отношении концессионера, которые ухудшили его положение.

В этих случаях концедент должен будет принять меры, которые обеспечат окупаемость инвестиций концессионера и получение им валовой выручки (дохода от реализации товаров, работ или услуг по регулируемым ценам (тарифам) в объекте не менее объема, изначально определенного концессионным соглашением).

Таковыми мерами, которые должен предпринять концедент в указанных выше случаях, могут выступать увеличение платы концедента, срока концессии, увеличение расходов, которые может принять на себя концедент в связи с созданием (реконструкцией) объекта концессии, или предоставление концессионеру дополнительных государственных или муниципальных гарантий.

6. Еще одной важной гарантией прав концессионера является возможность требовать изменения существенных условий концессионного соглашения в случае, если его реализация стала невозможной в установленные в нем сроки в результате следующих факторов:

- непреодолимой силы;
- существенного изменения обстоятельств, из которых стороны исходили при заключении концессионного соглашения;
- решений суда или федерального антимонопольного органа, установивших невозможность исполнения обязательств концессионера по концессионному соглашению;
- решений, действий (бездействия) государственных органов, органов местного самоуправления и (или) их должностных лиц.

При этом закон о концессиях прямо устанавливает, что концедент обязан в течение тридцатидневного срока со дня получения соответствующего требования от концессионера рассмотреть и вынести решение; а если концедент не принял соответствующего решения или не представил мотивированный отказ, концессионер вправе приостановить исполнение своих обязательств по концессионному соглашению. Соответственно, такая приостановка выполнения концессионером своих обязательств по концессионному соглашению не является его нарушением и не может повлечь его расторжения по требованию концедента.

Закон о концессиях установил определенные рамки, в пределах которых могут изменяться определенные существенные условия концессионного соглашения. Так, например, срок действия концессии может быть продлен по решению высшего органа исполнительной власти, но не более чем на пять лет. При этом одним из оснований для определения срока действия (продления) концессионного соглашения может выступать срок получения концессионером объема валовой выручки.

Продление срока действия концессионного соглашения, концедентом по которому является субъект РФ или муниципальное образование, осуществляется по согласованию с антимонопольным органом.

7. Одним из наиболее ярких и наиболее обсуждаемых изменений в закон о концессиях является институт частной инициативы в концессии.

Дискуссия о необходимости введения частной инициативы в концессиях велась уже давно. Фактически частная инициатива так или иначе присутствовала в ГЧП, однако такая инициатива всегда носила хаотичный и не очень формальный характер. Кроме того, отсутствовала законодательная база для такой инициативы и, как следствие, отсутствовали какие-либо правовые механизмы и гарантии для инвестора, который хотел бы выступить с такой частной инициативой в ГЧП-проектах, в частности в концессиях.

Для того чтобы выступить с частной инициативой для заключения концессии, инвестор должен соответствовать критериям, установленным для него законом (одним из критериев является наличие у инвестора собственных средств или возможности привлечь заемные средства в размере не менее 5% от заявленных инвестиций), и такая инициатива должна соотноситься с соответствующими государственными программами Российской Федерации, субъекта Российской Федерации или муниципального образования (исключение сделано лишь для объектов теплоснабжения, централизованных систем горячего или холодного водоснабжения или водоотведения: если инициатива исходит в отношении таких объектов, то требование о соответствии программе не применяется).

Требование о наличии средств частного инвестора целесообразно, однако вызывает вопросы форма подтверждения средств инвестора. Например, в форме предложения о заключении концессионного соглашения, утвержденной Правительством РФ, указано, что достаточность средств должна подтверждаться «копией подтверждающего документа, выданного кредитной организацией, в случае привлечения заявителем заемных средств». Конечно, у бизнеса возникает вопрос о том, какое подтверждение будет считаться достаточным, если заявитель планирует использовать собственные средства или финансирование от акционеров. Было бы хорошо, если бы технические требования были сформулированы более четко.

Все расходы по подготовке предложения о заключении концессионного соглашения несет непосредственно инвестор, желающий выступить с частной инициативой (включая разработку проекта концессионного соглашения, которое он должен обеспечить за свой счет).

Предложение о заключении концессионного соглашения направляется в высший исполнительный орган соответствующего публично-правового образования, который в течение 30 календарных дней принимает решение о:

- возможности заключения концессионного соглашения на условиях, предусмотренных предложением инвестора;
- возможности заключения концессионного соглашения на условиях иных, чем те, которые предусмотрены предложением (в этом случае должны быть проведены переговоры с целью достижения согласия по всем условиям);
- невозможности заключения концессионного соглашения с указанием оснований отказа (обращаем внимание, что перечень оснований для решения об отказе в заключении концессионного соглашения является открытым).

В случае принятия решений, указанных в первых двух пунктах, уполномоченный орган должен публично (в Интернете) сделать предложение о заключении концессионного соглашения с целью выявления иных лиц, помимо инвестора, выступившего с частной инициативой, желающих заключить концессионное соглашение на конкурсной основе, на условиях, предложенных инвестором. И в случае выявления таких лиц заключение концессионного соглашения должно происходить на торгах.

Наверное, эти положения являются наиболее дискутируемыми практиками и специалистами ГЧП-концессии в России на сегодняшний момент. Не имея закрепленных в законодательстве гарантий того, что расходы, связанные с оценкой целесообразности проекта, его разработкой, подготовкой документации по заключению концессионного соглашения, будут возмещены инвестору, который первый выступил с частной инициативой, будет достаточно трудно найти таких смелых инвесторов, которые решатся на воплощение частных инициатив реализации концессий, понимая, что в результате торгов проект может быть исполнен третьим лицом и другим инвестором.

Конечно, остается еще очень много вопросов, которые предстоит решить на законодательном уровне и на практике в рамках частной инициативы, но, безусловно, радует, что такой механизм принципиально получил закрепление в законодательстве о концессиях и далее будет оттачиваться на практике.

Отдельно мы бы хотели отметить, что в более широком масштабе реформа гражданского законодательства, которая вылилась в фундаментальные изменения в Гражданском кодексе РФ, также значительно влияет на развитие проектов ГЧП в России, например, путем введения таких новых институтов, как: а) заверение об обстоятельствах, б) отказ от осуществления права, предоставленного по договору или по закону, а также в) возможность установить в договоре обязанность одной стороны (например, концедента) возместить другой стороне (например, концессионеру) имущественные потери при наступлении определенных соглашением обстоятельств, не связанных с нарушением обязательств (российский аналог indemnity, существующей в английском праве), несомненно, найдет свое отражение в будущих проектах ГЧП. Сторонам ГЧП еще предстоит настроить тот баланс распределения рисков (а также пределов и средств их минимизации), которые можно будет достичь с использованием новых конструкций и механизмов.

Борткевича Виктория Юрисовна,  
*руководитель филиала, Clifford Chance CIS Limited*  
Омельченко Элла Владимировна,  
*советник, Clifford Chance CIS Limited*



## Словарь терминов и аббревиатур

**Asian Development Bank, ADB.** Азиатский банк развития, региональный МФИ. См. § 17.4.3.

**BOO, Build-own-operate.** Контракт на строительство, владение и эксплуатацию. См. § 1.4.3; 1.5.

**BOOT, Build-own-operate-transfer.** Контракт на строительство, владение, эксплуатацию и передачу прав собственности. См. § 1.5.

**BOT, Build-operate-transfer.** Контракт на строительство, эксплуатацию и передачу прав собственности. См. § 1.4.3; 1.5.

**BTO, Build-transfer-operate.** Соглашение на строительство, передачу прав собственности и эксплуатацию. См. § 1.4.3; 1.5.

**CADS, Cash ow available for debt service.** Свободные денежные средства, доступные для обслуживания долга. См. § 10.3.3; 10.6.1.

**LLCR, Loan life cover ratio.** Соотношение чистой приведенной стоимости денежного потока, доступного для обслуживания долга в оставшийся период кредитования, и непогашенной задолженности по кредиту. См. § 10.6.3.

**Автоматическое перечисление избыточных денежных средств (Cash sweep).** Направление избыточного денежного потока на погашение долга. См. § 10.5.7.

**Агентская проблема (Principal-agent problem).** В контексте ГЧП означает асимметричность информации, которой располагают государственные органы и проектная компания. См. § 2.9.9.

**Агентство, устанавливающее рейтинг ценных бумаг (Rating agency).** Компания, которая проводит независимую оценку кредитоспособности проектной компании. См. § 9.4.1.

**Аккредитив (L/C – Letter of credit).** Форма платежной гарантии, которую выпускает банк.

**Акционерное соглашение (Shareholder agreement).** Соглашение, которое заключают между собой спонсоры, чтобы зафиксировать права и обязанности в отношении инвестирования и управления проектной компанией. См. § 7.6.2.

**Амортизация (Depreciation).** Бухгалтерское списание капитальных затрат в расходы.

**Амортизируемый своп (Amortising swap).** Процентный своп на условную основную сумму, уменьшающуюся в соответствии с графиком погашения основной суммы долга. См. § 11.2.4.

**Анализ аренды с последующей покупкой (Lease-purchase analysis).** Процедура оценки, сходная с КГС, проведения которой требует Административно-бюджетное управление (при президенте США). См. § 5.3.

**Анализ хозяйственной ситуации (Business case).** Официальная презентация проекта с целью получить одобрение государственных органов или иных ветвей власти. См. § 6.1; 6.2.2.

**Анализ чувствительности/сенситивности (Sensitivities).** Варианты допущений относительно базового сценария, которые предполагают неблагоприятное завершение проекта. Рассчитываются кредиторами. См. § 10.3.6.

**Анализ эффективности затрат (Cost-effectiveness analysis).** Сравнение затрат в соответствии с различными путями реализации проекта. См. § 5.2.2.

**Аннуитетный график погашения кредита (Annuity repayment).** График погашения долга, предусматривающий равные платежи по его обслуживанию. См. § 10.5.2.

**Аудитор финансовой модели (Model auditor).** Независимая аудиторская фирма, которая проверяет и подтверждает (сертифицирует) соответствие финансовой модели. См. § 10.3.7.

**Аффермаж (Affermage).** См. Франшиза. См. § 1.4.1; 3.7.

**Базель II (Basel II).** Пересмотренные требования к международным банкам по размеру собственного капитала. Вступили в силу с 2007 г. См. § 9.4.4; 14.2.

**Базовый сценарий (Base case).** Прогнозы кредитора относительно денежного потока по проекту, сделанные на момент финансового закрытия или накануне его. См. § 10.3.8.

**Банк-агент (Agent bank).** Банк, служащий связующим звеном между проектной компанией и ее кредиторами. См. § 9.3.7; 10.4.5.

**Банк международных расчетов (BIS — Bank for international settlements).** Штаб-квартира Базельского комитета по банковскому надзору и регулированию. См. § 14.2.

**Банк-представитель, фронтирующий банк (Fronting bank).** Банк, предоставляющий услуги по свопу процентной ставки. См. § 11.2.8; 11.2.13.

**Банковские параграфы (Banker's clauses).** Дополнительные требования кредиторов к страхованию. См. § 12.4.5.

**Банковский сценарий (Banking case).** См. Базовый сценарий.

**Барьерная ставка (Hurdle rate).** Ставка дисконтирования или внутренняя норма рентабельности, которые используются для определения минимальной величины дохода от инвестиций. См. § 4.2; 4.3; 4.5.2.

**Блокировка (приостановление выплаты) дивидендов (Dividend stop).** См. Блокировка распределения дохода.

**Блокировка распределения дохода (Distribution block).** Норма покрытия, ниже которой кредиторы прекращают распределение доходов. См. § 12.2.5.

**Бухгалтерский баланс государственного сектора (Public-sector balance sheet).** Расходы на балансе государства, означающие применительно к ГЧП, что объект или связанный с ним долг (или чистая дисконтированная стоимость капитальной составляющей платы за обслуживание) отражены в бюджете государственного сектора. См. § 2.3; 5.5.

**Валютные риски (Exchange-rate risks).** Макроэкономические риски, связанные с изменениями курса обмена валют. См. § 11.1.

**Вариативные облигации (Variation bonds).** Дополнительная эмиссия облигаций после финансового закрытия для финансирования будущих капитальных затрат, возникающих при определенных условиях. См. § 9.5; 15.2.1.

**Ведущий организатор (Lead manager(s)).** Банк (или банки), занимающийся организацией и андеррайтингом (гарантированным размещением) займа.

**(Ведущий) организатор финансирования (Lead arranger(s)).** Банк, выступающий организатором и гарантом погашения долгов проектной компании. См. § 9.3.2.

**Взаимодополняемость (Additionality).** Проблема, поможет ли ГЧП быстрее привлечь дополнительные инвестиции в общественную инфраструктуру по сравнению с привлечением средств посредством государственных закупок. См. § 2.4.

**Взаимодополняемость (Additionality).** Обязательное требование Международных финансовых институтов. Состоит в том, что брать займы можно только в случае, если не удастся привлечь средства частных инвесторов. См. § 17.4.3; 17.4.4.

**Внутренняя норма доходности (IRR — Internal rate of return).** Внутренняя норма доходности/рентабельности, рассчитываемая на основе инвестированных средств и будущих денежных потоков. См. § 4.3.

**Внутренняя норма доходности проекта (Project IRR).** Внутренняя норма доходности/рентабельности, рассчитываемая на основе денежного потока без учета долга и собственного финансирования. См. § 4.5.2; 7.3.1.

**Внешние эффекты/экстерналии (Externalities).** Влияние, которое проект оказывает на экономику, социальную жизнь и окружающую среду, выгоды или потери, которые невозможно переложить на потребителей, пользующихся объектом. См. § 1.2; 5.2; 13.4.3.

**Внешний риск (Network risk).** Риски при реализации проекта, исходящие от его внешних связей. См. § 14.8.2.

**Внутренняя норма доходности собственного капитала (Equity IRR).** Внутренняя норма доходности, рассчитываемая на основании внесенного инвесторами собственного капитала и получаемых ими в дальнейшем выплат. См. § 7.3.2.

**Возмещение затрат (Claw-back).** Требование к инвесторам о возвращении распределенных доходов, если у проектной компании возникает недостаток денежных средств. См. § 10.9.

**Временные предпочтения (STPR — Social time preference rate).** Выражаются в том, что частные инвесторы ожидают вознаграждение в будущем за отказ от потребления в настоящем. Этот показатель можно использовать в качестве PSDR. См. § 5.2.3.

**Всемирный банк (World Bank).** Всемирный банк реконструкции и развития. МФИ, предоставляющий финансирование правительствам. См. § 17.4.3.

**Вторичные инвесторы (Secondary investors).** Инвесторы, которые вкладывают средства в проектную компанию после финансового закрытия проекта



(как правило, в первые годы этапа эксплуатации), приобретая доли у первичных инвесторов. См. § 7.2.2.

**Выгода рефинансирования (Refinancing gain).** Преимущества рефинансирования долга проектной компании. См. § 16.4.5; 16.4.6.

**Вынужденное рефинансирование (Rescue refinancing).** Реструктуризация долга проектной компании, которую необходимо провести, когда в ходе реализации проекта возникают финансовые трудности. См. § 15.5.1; 15.6; 16.4.4.

**Выплаты (распределения) инвесторам (Distributions).** Чистый денежный поток, выплачиваемый инвесторам в виде дивидендов, погашения процентов либо основного долга по субординированным займам или в виде возврата собственного капитала. См. § 1.4.2; 7.3.3; 12.2.5.

**Гарантийный период (Warranty period).** Период, на протяжении которого субподрядчик несет ответственность за дефекты, допущенные при строительстве. Начинается с момента готовности к оказанию услуг. См. § 14.7.1.

**Гарантия возврата авансовых платежей (Advance-payment bond).** Обеспечение, предоставляемое ПСС-подрядчиком для авансов, выплачиваемых проектной компанией по ПСС-контракту. См. § 14.7.1.

**Гарантия выполнения работ (Performance bond).** Обеспечение (гарантия), предоставляемое ПСС-подрядчиком в отношении надлежащего выполнения условий ПСС-контракта.

**Гарантия исполнения обязательств (Bonding).** Обеспечение, предоставляемое ПСС-подрядчиком. См. § 6.4.4; 13.3.4; 14.7.1.

**Гарантия качества строительных работ (Construction bond).** См. Обязательство об окончании строительства в срок.

**Гарантия минимального дохода (Fare-box guarantee).** Гарантированный государственным заказчиком минимальный уровень загрузки мощностей или прямого тарифа за услуги (в случае транспортного проекта). См. § 13.4.3.

**Гарантия на обслуживание (Maintenance bond).** Гарантия исполнения субподрядчиком взятых обязательств на протяжении гарантийного периода. См. § 14.7.1.

**Гарантия финансирования (Underpinned funding).** Гарантия выплаты государственными органами минимальной доли долга проектной компании. См. § 15.5.7.

**Гарантированный инвестиционный контракт, ГИК (GIC — Guaranteed investment contract).** Контракт, предусматривающий фиксированную ставку процентных выплат по доходам от размещения облигаций, осуществляемых депозитарным банком до тех пор, пока эти средства не потребуются для финансирования строительства в рамках проекта. См. § 11.2.11.

**Годовой (ежегодный) коэффициент покрытия долга (ADSCR — Annual debt-service cover ratio).** Отношение операционного денежного потока (денежного потока, доступного для обслуживания долга) к сумме выплат по обслуживанию долга за какойлибо год проекта. См. § 10.6.2.

**Государственная поддержка (State aid).** Правила ЕС, запрещающие государственные субсидии, которые мешают конкуренции. См. § 5.2.1.

**Государственное партнерство (Public-public partnership).** Структура, во многом сходная с ГЧП, но проектной компанией владеет и финансирует ее государственный сектор. См. § 5.5; 17.2.2.

**Государственное учреждение, занимающееся закупками (Government procuring entity).** См. Государственные органы.

**Государственные закупки (Public procurement).** Проведение конкурса на право заключения проектного соглашения с государственным сектором. См. § 6.3.

**Государственные органы (Public authority).** Участник соглашения о ГЧП со стороны государственного сектора. См. § 1.3.1.

**Государственный заказчик (Contracting authority).** См. Государственные органы.

**Государственный инфраструктурный банк, ГИБ (SIB — State Infrastructure Bank).** Банк, занятый финансированием инфраструктуры. Государственные инфраструктурные банки основаны в США, в частности, для поддержки проектов ГЧП. См. § 3.5; 17.4.2.

**Готовность к оплате (Willingness to pay).** Желание и способность потребителей услуг, предоставляемых концессией, вносить платежи или иную плату за использование, требуемую концессионером. См. § 13.4.1.

**ГЧП (PPP — Public-private partnership).** Государственно-частное партнерство. Контрактные отношения, в рамках которых частный сектор предоставляет услуги государственному сектору или от его имени. См. § 1.3.

**Г-Ч Партнерство (P-p partnership).** См. ГЧП. См. § 1.3.3.

**ГЧП со смешанным капиталом (Joint-venture PPP).** Вид ГЧП. Государственные органы в этом случае владеют акциями проектной компании наряду с частными инвесторами. См. § 17.5.

**Дата ввода в эксплуатацию (Service availability date).** Дата, когда сооружение объекта завершено и он готов к работе по предоставлению услуг в соответствии с соглашением о ГЧП. См. § 6.1.

**Дата вступления в силу (Effective date).** См. Финансовое закрытие.

**Дата начала работы (Service commencement date).** См. Дата ввода в строй.

**Дебет соглашения/контракта (Contract debtor).** Система налогообложения и бухгалтерского учета, применяющаяся в США и Великобритании. В соответствии с ней чистая приведенная стоимость капитальных затрат как часть платы за обслуживание отражается в качестве финансового требования на счетах проектной компании, а объект не относится к основным фондам. См. § 10.8.1.

**Действия непреодолимой силы (Acts of God).** См. Форс-мажор.

**Делегирование функций стороннему исполнителю, аутсорсинг (Outsourcing).** Услуги, которые частный сектор оказывает государственным органам по договору; не относятся к ГЧП, так как не предполагают масштабного использования основного капитала. См. § 1.3.1; 1.5.

**Дивидендная «ловушка» (Dividend trap).** Неспособность проектной компании выплачивать дивиденды из-за возникновения убытков по бухгалтерскому учету, несмотря на наличие свободных денежных средств. См. § 10.8.3.

**Дисконтированный денежный поток (DCF — Discounted cash flow).** Чистая дисконтированная стоимость. Движение дисконтированной наличности, исчисление текущей стоимости (чистой приведенной стоимости) будущего движения наличности.

**Доверительная собственность, учрежденная в общественно-благотворительных целях (Public trust).** Некоммерческая организация, которая может быть использована для ГЧП. См. § 17.6.2.

**Договор субподряда (Construction subcontract).** Договор на проектирование, материально-техническое обеспечение и строительство или договор на проектирование и строительство (в зависимости от контекста). См. § 14.6.1.

**Долг (Debt).** Финансирование, предоставляемое кредиторами. См. главу 9.

**Досрочное погашение (Prepayment).** Погашение долга или облигации раньше установленного срока. Может быть связано с проведением рефинансирования.

**Доходы от третьих лиц (Third-party revenues).** Способность проектной компании получать доходы не только от потребителей или государственных органов. См. § 2.9.6; 13.7.

**Доходный счет / счет доходов (Proceeds account).** См. Счет расходов.

**ЕБРР (EBRD — European bank for reconstruction and development).** Европейский банк реконструкции и развития. МФИ, ведущий деятельность в странах Центральной и Восточной Европы, а также Содружества Независимых Государств (СНГ). См. § 17.4.3.

**Евростат (Eurostat).** Статистическое управление Европейского сообщества, которое занимается упорядочиванием учета в государственном секторе экономики стран — членов ЕС. См. § 5.5.

**Единая выплата (Unitary payment).** См. Единая сумма.

**Единая сумма (Unitary charge).** Условие выплаты за обслуживание по соглашению о ГЧП, в модели PFI. См. § 5.5.4.

**Единовременное погашение (Bullet repayment).** Погашение кредита единовременным платежом, а не серией платежей в счет погашения основной суммы долга. См. § 10.4.6; 11.2.4.

**ЕИБ (EIB — European Investment Bank).** Организация Европейского союза, которая занимается предоставлением долгосрочных кредитов. См. § 17.4.4.

**ЕС (EU — European Union).** Европейский союз.

**Журнал рисков (Risk register).** См. Матрица рисков.

**Завершение оформления соглашения (Contractual close).** См. Завершение финансирования.

**Закрытое (частное) размещение / подписка (Private placement).** Размещение ценных бумаг без их котировки (выставления) на бирже, то есть путем их непосредственного предложения конкретному перечню покупателей. См. § 9.4.2.

**Закрытый конкурс (Restricted procedure).** Тип конкурсных торгов, при которых после подачи конкурсных заявок переговоры запрещены. См. § 6.3.1.

**Запрос на выборку (получение) кредитных средств (Drawing request).** Запрос, направляемый проектной компанией кредитору на выдачу заемных

средств (снятие кредитных средств со счетов) в рамках формальной процедуры. См. § 12.2.1.

**Застрахованные облигации (Wrapped bonds).** Облигации, гарантированные специализированной страховой компанией. См. § 9.4.4.

**Затраты на подготовку (Development costs).** Затраты, понесенные спонсорами до финансового закрытия. См. § 10.3.2.

**Затраты на проектную компанию (Project company costs).** Затраты, связанные с управлением самой проектной компанией, без учета расходов по соглашению о субподряде. См. § 7.6.3; 10.3.2; 10.3.3.

**Заранее оцененные убытки (LDs — Liquidated damages).** Неустойка. Заранее оговоренный уровень возмещаемых убытков, которые понесет одна сторона контракта в случае несоблюдения его условий другой стороной. См. § 13.3.4; 14.7.1.

**Запрос на подачу конкурсных предложений (RFP — Request for proposals).** Приглашение к участию в конкурсе в рамках государственных закупок.

**Избыточная индексация (Over-indexation).** Индексация платы за обслуживание с учетом инфляции в пропорции, превышающей величину переменных издержек проектной компании. См. § 11.3.5; 11.3.7; 11.3.12.

**Издержки досрочного погашения (Breakage cost).** Затраты, связанные с преждевременным прекращением процентного свопа или погашением кредита с фиксированной ставкой. См. § 11.2.3; 11.2.6; 11.2.12; 11.3.8; 12.6.1 – 12.6.3.

**Издержки закрытия позиции (Unwind cost).** См. Издержки досрочного погашения.

**Изменение законодательства (Change in law).** Изменение в законодательстве, затрагивающее проектную компанию или проект, в результате чего увеличиваются капитальные или операционные затраты. См. § 15.2.5.

**Изменения (Changes).** Изменения, которые государственные органы вносят в технические условия соглашения о ГЧП. См. § 14.6.3; 15.2.3.

**Инвестиционный банк (Investment bank).** Банк, который организует, но не предоставляет долговое финансирование. См. § 9.2; 9.4.2.

**Инвестиционный рейтинг (Investment-grade rating).** Рейтинг BBB-/Baa3 или выше. См. § 9.4.1.

**Инвесторы (Investors).** Спонсоры и другие участники, осуществляющие вложения в собственный капитал проектной компании. См. § 7.2.1.

**Индексируемый заем (Inflation-indexed loan).** Величина долговых выплат по этому займу находится в зависимости от инфляции. См. § 11.3.6.

**Инженер (технический консультант) проектной компании (Owner's engineer).** Инжиниринговая компания, осуществляющая технический надзор над действиями ПСС-подрядчика от имени проектной компании. См. § 7.7.

**Инициатива частного финансирования (PFI — Private finance initiative).** Программа ГЧП в Великобритании. См. § 1.4.5; 3.4.

**Инициативное предложение (Unsolicited proposals).** Предложения о сотрудничестве в рамках ГЧП, поданные без объявления о проведении конкурса государственными органами. См. § 6.4.7.

**Инновационное управление финансами (Innovative finance).** Термин, используемый в США для обозначения альтернативных методов финансирования общественной инфраструктуры. См. § 2.2; 3.5.

**Институт (Institution).** См. Государственные органы.

**Институциональное ГЧП (Institutional PPP).** См. ГЧП со смешанным капиталом.

**Инфляционные риски (Inflation risks).** Макроэкономические риски, связанные с изменением темпов инфляции цен. См. § 11.3.4.

**Инфляционный своп (Inflation swap).** Соглашение о хеджировании, по которому сумма денежных средств, требующая поправки на уровень инфляции, пересчитывается в фиксированную сумму (или наоборот). См. § 11.3.9.

**Инфляционный своп ограниченных цен (LPI swap).** Данный своп устанавливает нижнюю и верхнюю границы изменения цен под влиянием инфляции. См. § 11.3.10.

**ИПЦ (CPI — Consumer price index).** Индекс потребительских цен. Индекс инфляции.

**Исчисление дефляции (Deflation calculation).** Приведение некой номинальной величины к реальной. См. § 11.3.1.

**Капитализируемые проценты (IDC — Interest during construction).** Ссудный процент в процессе строительства, капитализируется и становится частью бюджета капитальных затрат. См. § 10.3.2; 11.2.

**Капитальные затраты (Capex — Capital expenditure).** Капитальные вложения; обычно это стоимость первоначальных затрат на сооружение объекта. См. Операционные расходы. См. § 10.3.2.

**Каскадная диаграмма (Cascade).** Схема приоритетов согласно финансовым документам по расходованию денежных средств проектной компанией. См. § 12.2.3.

**Квалифицированный институциональный покупатель (QIB — Qualified institutional buyer).** Институциональный инвестор, который может приобретать по правилу 144А ценные бумаги, не зарегистрированные в соответствии с законодательством США. См. § 9.4.3.

**Ключевые показатели эффективности (KPIs, Key performance indicators).** Служат для определения соответствия стандартам обслуживания, обозначенным в соглашении о ГЧП. Несоответствие стандартам ведет к понижению оценки хозяйственной деятельности. См. § 13.5.2.

**Книга допущений (Assumptions book).** Исходные данные для финансовой модели. См. § 10.3.

**Комиссия за обязательство (резервирование) (Commitment fee).** Комиссия в размере фиксированного процента от доступной, но не выбранной (полученной) части банковского кредита. См. § 10.4.4.

**Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC — Security exchange commission).** Комиссия США, которая регулирует инвестиционные рынки. См. § 9.4.3.

**Комитет по ГЧП (PPP Unit).** Специализированный центр экспертизы ГЧП в государственном секторе. См. § 3.2.

**Коммерческие банки (Commercial banks).** Банки частного сектора, основные заимодатели проектов в рамках ГЧП.

**Коммерческое закрытие (Commercial close).** Подписание проектных соглашений при завершении финансирования. См. § 6.5.4.

**Компания с незначительным собственным капиталом (Pinpoint equity).** Некоммерческая структура, которую можно использовать для ГЧП. См. § 17.6.1.

**Компаратор государственного сектора, КГС (PSC — Public-sector comparator).** Гипотетическая величина стоимости государственных закупок для объекта в сравнении с расходами на организацию ГЧП. См. § 5.3.

**Компенсационные случаи (Compensation events).** Обстоятельства, при которых государственные органы обязаны компенсировать проектной компании возросшие издержки или потерю дохода. См. Обстоятельства освобождения от ответственности, Форс-мажор. См. § 14.3; 15.2.

**Компенсация при расторжении (Termination sum).** Платеж, который осуществляют государственные органы при досрочном расторжении соглашения о ГЧП. См. § 15.5 – 15.10.

**Компенсация при расторжении соглашения (CompOnTerm).** См. Компенсация при расторжении.

**Конкурентные переговоры (Competitive dialogue).** Более мягкий вариант договорной процедуры. См. § 6.3.1.

**Конкурс на привлечение финансирования (Funding competition).** Конкурс для определения источника финансирования, который проводится после определения победителя конкурса на заключение соглашения о ГЧП. См. § 6.5.3; 13.2; 16.2.

**Конкурсная заявка, неудовлетворяющая критериям (Nonconforming bid).** Предложение, содержащее решение по реализации проекта, которое не соответствует требованиям государственных органов. См. § 6.4.2.

**Консультанты кредиторов (Lenders' advisers).** Внешние консультанты, нанятые кредиторами. См. § 9.3.4.

**Контракт на эксплуатацию и техническое обслуживание (O&M Contract — Operation & Maintenance contract).** Проектный контракт на проведение работ, связанных с эксплуатацией и техническим обслуживанием от имени проектной компании. См. § 1.4.2.

**Контракт «под ключ» (Turnkey contract).** Генеральный контракт на проектирование и строительство для ввода в эксплуатацию. См. § 2.6.1; 2.9.3; 14.6.1.

**Контракт «под ключ» (EPC contract).** Контракт, с фиксированной ценой и точными сроками завершения работ, на основании которого осуществляется проектирование, снабжение или производство оборудования, строительство и ввод в эксплуатацию. См. § 14.6.1.

**Контроль по эталону / «бенчмаркинг» (Benchmarking).** См. ПСС-контракт (EPC contract). См. § 11.3.13.

**Контрольный бухгалтерский счет (Control accounts).** См. Счета проекта.

**Концессионер (Concessionaire).** Участник концессионного соглашения со стороны частного сектора.

**Концессионное соглашение (Concession agreement).** Соглашение о ГЧП, относящееся к концессии. Проектное соглашение, по которому проектная компания оказывает услуги государственному заказчику или напрямую населению.

**Концессия (Concession).** Вид соглашения о ГЧП, когда общественность платит комиссию за обслуживание в виде сборов, тарифов или других платежей за пользование объектом. См. Модель PFI. См. § 1.4.1.

**Концессия на проведение работ (Works concession).** Термин, используемый в законодательстве ЕС для обозначения концессии.

**Концессия по предоставлению услуг (Service concession).** Данный термин используется в законодательстве ЕС для обозначения франшизы.

**Корейский фонд гарантированного кредитования инфраструктуры (Korea infrastructure credit guarantee fund).** Государственный фонд Южной Кореи, обеспечивающий частичную компенсацию доходов или дающий гарантии при кредитовании проектов ГЧП. См. § 3.8.2.

**Коридор («ошейник») процентной ставки (Interest-rate collar).** Установленные в договоре хеджирования нижний (минимальный) и верхний (максимальный) пределы процентной ставки по кредиту проектной компании. См. § 11.2.10.

**Корпоративный кредит (Corporate loan).** Кредит, обеспечиваемый существующими активами (бухгалтерским балансом) и текущей деятельностью компании. См. § 8.3; 8.5.3.

**Коэффициент дефолта / дефолтный коэффициент (Default ratio).** Минимальное значение коэффициента (коэффициентов) покрытия, падение ниже уровня которого (которых) приводит к наступлению дефолта. См. § 12.5.

**Коэффициент(ы) покрытия (Cover ratio(s)).** Коэффициенты, рассчитываемые путем деления величины денежного потока проекта на размер выплат по обслуживанию долга. Например: годовой коэффициент покрытия долга (ADSCR), коэффициент покрытия в течение срока кредита (LLCR), коэффициент покрытия в течение срока существования проекта (PLCR), коэффициент покрытия резервов. См. § 10.6.

**Коэффициент покрытия в течение срока существования проекта (PLCR, Project life cover ratio).** Отношение чистой приведенной стоимости денежного потока, доступного для обслуживания долга за оставшийся срок проекта, к непогашенному долгу. См. § 10.6.4.

**Коэффициент соотношения заемных и собственных средств (коэффициент покрытия, «долг/собственный капитал») (Debt: equity ratio).** Отношение долга к собственному капиталу.

**Краткосрочный кредит «мини-перм» (Mini-perm).** Кредит на период строительства и несколько первых лет эксплуатации проекта, который должен быть рефинансирован в оговоренном порядке долгосрочным кредитом. См. § 10.5.6.

**Кредитная гарантия (CGF — Credit Guarantee Finance).** Схема Министерства финансов Великобритании для финансирования государственным сектором проектных компаний, участвующих в ГЧП, при помощи гарантий погашения долга частным сектором. См. § 17.4.1.

**Кредитование PFI (PFI credits)**. Система выплат правительством Великобритании платы за услуги при реализации проектов PFI. См. § 3.4.2; 11.3.5.

**Кредиторы (Lenders)**. Банки или держатели облигаций.

**Крупное окончательное погашение (Balloon repayment)**. Крупное окончательное погашение основной суммы долга (после серии более мелких платежей). См. Единовременное погашение, Краткосрочное финансирование. См. § 10.5.6.

**Купон (купонная выплата, купонный доход) (Coupon)**. Процент, выплачиваемый по облигациям. См. § 9.4.2.

**Купонный своп (Coupon swap)**. См. Процентный своп.

**Лизинг (Lease)**. Форма кредитования, при которой финансируемое оборудование принадлежит лизингодателю. См. § 1.4.1; 1.5; 5.5.2; 8.4.2.

**Лизингодатель (Lessor)**. Лицо, предоставляющее финансирование согласно лизинговому договору (то же, что и кредитор). См. § 5.5.2; 8.4.2.

**Лизингополучатель (Lessee)**. Лицо, принимающее на себя обязательство по лизингу (например, проектная компания) См. § 5.5.2; 8.4.2.

**Линейный проект (Linear project)**. Проект, который предполагает строительство объекта на участке земли, имеющем некоторую протяженность, например, предназначенный для строительства дороги. См. § 12.4.7; 14.5.1; 14.5.2.

**Лицензиар (Certifier)**. См. Проверяющая организация.

**Лондонская межбанковская ставка предложения (LIBOR — London interbank offered rate)**. Одна из основных «плавающих» процентных ставок. См. § 11.2.

**Лучшее и окончательное предложение (BAFO — Best and final offer)**. Конкурсная заявка на второй стадии конкурса в рамках государственных закупок. См. § 6.3.1.

**Макроэкономические риски (Macroeconomic risks)**. Риски проектного финансирования, связанные с инфляцией, процентными ставками или курсами обмена валют. См. § 11.1.

**Маржа по кредиту (Credit margin)**. Маржа, превышающая стоимость привлеченных денежных средств, определяется кредитором для покрытия кредитного риска и обеспечения дохода на капитал. См. § 10.4.1.

**Матрица рисков (Risk matrix)**. Таблица рисков проектного финансирования с указанием способов их снижения.

**Международная ассоциация свопов и деривативов (ISDA — International swap and derivatives association)**. Разрабатывает стандартные формы документации для осуществления процентных свопов. См. § 11.2.5.

**Межамериканский банк развития (IADB — Inter-American development bank)**. Региональный МФИ. См. § 17.4.3.

**Минимальный гарантированный доход (MRG — Minimum revenue guarantee)**. Применяемая в Южной Корее система управления рисками, связанными с доходом от концессии. См. § 3.8.1; 13.4.4.

**Межкредиторский (Intercreditor)**. Относящийся к взаимоотношениям между различными группами кредиторов. См. § 12.6.



**Мезонинный (промежуточный) долг (Mezzanine debt).** Субординированный заем, предоставляемый третьими лицами, не являющимися инвесторами. См. § 9.6.

**Модель ABN (ABN model).** См. Финансовый посредник.

**Модель/тип PFI (PFI model).** Тип ГЧП, при котором плата за обслуживание вносится государственными органами. См. Концессия. См. § 1.4.5.

**Модель определения стоимости капитальных активов (CAPM — Capital asset pricing model).** Метод определения стоимости капитала. См. § 7.3.1.

**Модифицированная внутренняя норма рентабельности/доходности (MIRR, Modified IRR).** Внутренняя норма доходности с уменьшенной ставкой реинвестирования денежных средств, изымаемых из проекта. См. § 4.4.3.

**Минимальные требования к величине ликвидных активов / Минимальная потребность в ликвидных активах (MLAs — Minimum liquid asset requirements).** См. Затраты на поддержание минимального коэффициента ликвидности. См. § 10.4.2.

**Минимальная потребность в ликвидных активах (MLRs — Minimum liquidity ratio requirements).** Затраты на поддержание минимального коэффициента ликвидности в соответствии с требованиями банков (при наличии). См. МТВЛА.

**МФИ (IFIs — International financing institution).** Международные финансовые институты (организации, учреждения). См. § 17.3.1.

**Международная финансовая корпорация (IFC — International finance corporation).** Организация, входящая в структуру Всемирного банка и осуществляющая взаимодействие с частным сектором. См. § 17.4.3.

**Накопительный своп (Accretion swap).** Своп процентных ставок, который допускает перенос выплаты части фиксированной суммы процентов на более поздний срок. См. § 11.2.10.

**Накопительный транш (Capital accretion bonds).** См. Прирост долга.

**Налоговые удержания (Withholding taxes).** Налоги страны местонахождения проекта, удержанные проектной компанией до выплаты процентов или дивидендов зарубежным кредиторам или инвесторам. См. § 7.6.1; 10.4.2.

**Нарастающий своп (Accreting swap).** Процентный своп на условную основную сумму, возрастающую в соответствии с графиком выборки (получения) долга. См. § 11.2.4.

**Наращивание объемов (Ramp-up).** Первые годы после завершения проекта, когда число пользователей объекта продолжает расти (например, дорожная концессия). См. § 7.3.2; 10.5.2; 10.5.5; 13.4.3; 14.8.1.

**Нарушение гарантийных обязательств (Breach of warranty clause).** См. Положение о нарушении гарантийных обязательств.

**Национальное агентство финансового развития (NDFA — National development finance agency).** Государственное учреждение Республики Ирландия, занимающееся проблемами ГЧП. См. § 3.2.

**НДС (VAT — Value added tax).** Налог на добавленную стоимость. См. § 10.3.2.

**Невозможность использования (Unavailability).** Период, в течение которого объект невозможно использовать.

**Негативное обязательство (Negative pledge).** Соглашение заемщика с кредитором, которое предполагает, что первый не будет предоставлять обеспечение третьим лицам сверх имеющихся в его распоряжении активов. См. § 12.3.2.

**Некоммерческое владение (Not-for-profit).** Форма владения, которая отменяет распределение денежных средств среди участников проекта ГЧП из частного сектора. См. § 17.6.

**Неконтролируемое (ползучее) изменение условий сделки (Deal creep).** Постепенное увеличение спонсорами изначально согласованного тарифа или единого платежа при проведении переговоров по проектному соглашению. Обычно связано с тем, что требования по договору изначально не были достаточно детализированы покупателем продукции или государственным заказчиком либо в них вносились изменения. См. § 6.3.8; 16.2.1.

**Неликвидные активы (Lock up).** См. Прекращение распределения дохода.

**Необоснованный оптимизм (Optimism bias).** Характерная для представителей государственного сектора тенденция недооценивать затраты на реализацию проекта, которые необходимо учитывать при оценке рисков этой реализации. См. § 5.2.3; 5.3.3.

**«Неосязаемая» инфраструктура (Soft infrastructure).** Оказание таких общественных услуг, как уборка улиц, или социальных услуг. См. § 1.2.

**Непредвиденная прибыль (Windfall gains).** Прибыли участвующих в ГЧП инвесторов, полученные от инвестиций, рефинансирования долга или продажи инвестиций. Эти прибыли зависят от политической ситуации. См. § 2.13; 7.3.2; 16.2 – 16.5.

**Неустойка (оценочные убытки) за задержку ввода в эксплуатацию (Delay LDs — Delay liquidated damages).** Суммы, подлежащие выплате ПСС-подрядчиком в случае, если объект не введен в эксплуатацию к согласованной дате. См. § 13.3.4; 14.7.1.

**Неустойка за невыполнение функциональных требований (Performance LDs).** Неустойка, подлежащая выплате ПСС-подрядчиком в случае, если по итогам строительных работ объект не отвечает минимальным функциональным требованиям (согласно договору). Обычно касается обрабатывающих предприятий. См. § 13.5.2.

**ННИО (NPDO — Non profit-distributing organisation).** Некоммерческая научно-исследовательская организация.

**Новое государственное управление (NPM, New public management).** Одна из теорий, лежащих в основе ГЧП. См. § 2.2.

**Номинальный поток наличности/дохода (Nominal cash flow/return).** Поток наличности или дохода от инвестиций с учетом возможной инфляции, то есть «будущих денег». См. Реальный поток денежных средств. См. § 11.3.1.

**Наименьшая чистая стоимость дохода (LPVR — Least present value of revenue).** Концессия с минимальной дисконтированной стоимостью дохода не имеет твердого срока завершения и прекращает свое существование, когда чистая дисконтированная стоимость дохода достигает определенного уровня. См. § 6.3.6; 13.4.4.

**Облигация (Bond).** Торгуемый долговой инструмент.

**Облигации сукук (Sukuk bond).** Облигации, основанные на принципах исламского права. Предполагается, что их доходность зависит от соответствующего бизнеса заемщика, а не от выплаты процентов. См. § 9.4.3.

**Облигации частной организации (PABs — Private-activity bonds).** Не облагаемые налогом облигации, которые нельзя использовать для финансирования проектов ГЧП в соответствии с SAFETEA-LU. См. § 3.5.

**Оборотный капитал (Working capital).** Сумма необходимого финансирования материально-технических запасов и других затрат, которые несет компания до получения выручки от продаж. См. § 10.3.2.

**Обслуживание долга (Debt service).** Выплаты процентных отчислений и сумм основного долга по кредиту. См. § 1.4.2; 10.5.2.

**Обстоятельства освобождения от ответственности (Relief events).** Временный форс-мажор, препятствующий вводу в эксплуатацию или продолжению эксплуатации. Проектная компания в этом случае не платит штраф, но и не получает компенсации от государственных органов. См. Компенсационные случаи. См. § 14.3; 15.3.

**Общественная инфраструктура (Public infrastructure).** См. Экономическая инфраструктура, социальная инфраструктура, «неосязаемая инфраструктура». См. § 1.2.

**Общественно полезные товары и услуги (Public goods).** Инфраструктура и услуги, которые государственному сектору приходится производить, чтобы сделать их доступными для всех. Например, школы. См. § 1.2.

**Общественные товары (Merit goods).** Инфраструктура, предназначенная для общественного пользования, которая должна быть доступна для всех и плату за которую нелегко переложить на потребителей. Например, уличное освещение. См. § 1.2.

**Объект (Facility).** Инфраструктура общего пользования, созданная по Соглашению о ГЧП. См. § 1.3.1.

**Обязательство закончить строительство в срок (Completion bond).** Гарантия окончания строительства в срок и в полной мере, данная субподрядчиком. См. § 14.7.1.

**Ограниченное право регресса (Limited-recourse).** Финансирование с ограниченной ответственностью спонсоров. См. § 10.9.

**Окончание действия соглашения (Contractual close).** См. Завершение финансирования.

**Операционные расходы (Opex).** См. Капитальные затраты. См. § 1.4.4; 10.3.3.

**Организатор свопа (Swap provider).** Банк, организующий процентный своп для проектной компании. См. § 11.2.2; 12.6.1.

**Ориентировочный показатель государственного сектора (PSB — Public-sector benchmark).** См. Компаратор государственного сектора.

**Основные/индикативные условия финансирования (Term sheet).** Согласованные основные условия проектного финансирования. См. § 9.3.5.

**Открытые торги / договорная процедура (Negotiated procedure).** Процедура размещения заказа. Подразумевает, что победитель определяется, когда участники торгов открыто заявляют о своих предложениях. См. § 6.3.1.

**Отлагательные (предварительные) условия (Conditions precedent).** Условия, которые должна выполнить проектная компания перед получением кредитных средств или прежде, чем проектное соглашение вступит в силу. См. § 6.5.4.

**Отрицательный арбитраж (Negative arbitrage).** Потери на процентных выплатах при необходимости размещения всей суммы в рамках размещения облигаций с последующим редепонированием средств до момента, когда они понадобятся. См. § 9.5; 11.2.11.

**Отрицательный собственный капитал (Negative equity).** Величина, на которую накопленные бухгалтерские потери превышают акционерный капитал проектной компании. См. § 10.8.3.

**Оценка воздействия на окружающую среду (EIA — Environmental impact assessment).** Процедура изучения воздействия строительства и эксплуатации на природу и среду обитания человека в рамках проекта. См. § 14.5.4.

**Оценка экономической эффективности / анализ доходов и расходов (Cost — benefit analysis).** Соотношение чистой приведенной стоимости преимуществ проекта и чистой приведенной стоимости связанных с ним затрат (с точки зрения государственного сектора). См. § 4.4.1; 5.2.2.

**Оценка эффективности расходования средств (VfM — Value for money).** Соотношение передачи риска, издержек за весь срок службы и услуг, оказываемых с помощью объекта, основа для принятия решений государственными органами. См. § 2.6; 5.3.

**Партнерства в Великобритании (PUK — Partnerships UK).** Правительственная организация, ведающая ГЧП (но в основном владеют представители частного сектора). См. § 3.4.1.

**Партнерства штата Виктория (Partnerships Victoria).** Подразделение ГЧП в штате Виктория, Австралия. См. § 4.4.3.

**Первичные инвесторы (Primary investors).** Изначальные инвесторы проектной компании, включая спонсоров. См. Вторичные инвесторы. См. § 7.2.1; 7.3.2.

**Передача объекта (Hand-back).** Передача объекта государственным органам по завершении срока действия соглашения о ГЧП. См. § 6.6.8; 15.11.

**Переменные издержки (Variable costs).** Издержки проектной компании, которые подвержены инфляции. См. § 11.3.1.

**Переменные расходы (Variable charge).** См. Плата за использование.

**Перенос (Decanting).** Перенос объекта (либо его частей) с прежней строительной площадки на новую в процессе строительства. См. § 14.5.9.

**Переоценка по рыночной стоимости (Mark-to-market).** Расчет издержек досрочного погашения. См. § 11.2.3.

**Период завершения (Tail).** Период между запланированной выплатой последней части долга и окончанием срока действия соглашения о ГЧП. См. § 10.5.4.

**Период окупаемости (Payback period).** Период времени, за который выплаты инвесторам по проекту равны их первоначальным инвестициям. См. § 4.4.3.

**ПЗС-контракт (DPC contract).** Соглашение о проектировании, закупках/снабжении и строительстве. См. ПСС-контракт.

**Приглашение к конкурсу (RFQ — Request for qualifications).** Запрос на определение тендерного заказа, первый этап проведения тендера. См. § 6.3.3.

**Приглашение к конкурентным переговорам / на конкурсные торги (ICD — Invitation to competitive dialogue).** Приглашение на участие в качестве поставщика в торгах, которые проводятся по соответствующей процедуре. См. § 6.3.1.

**Плавающая процентная ставка (Floating interest rate).** Процентная ставка, регулярно пересматриваемая относительно текущей рыночной ставки. См. ЛИБОР. См. § 11.2.

**Плата за услуги (Service fees).** Платежи в соответствии с соглашением о ГЧП, то есть пошлины и прочие платежи, которые вносят пользователи (в случае концессии) или выплаты, которые производят (в случае PFI) государственные органы. См. главу 13.

**Платеж за использование (Usage charge).** Переменная величина — часть тарифа, которая выплачивается в случае работы предприятия (например, при производстве электроэнергии). Взимается для покрытия переменных издержек, например в зависимости от расхода топлива, обычно является частью платы за обслуживание. См. Плата за резервирование рабочей мощности, Единая сумма. См. § 1.4.2.

**Платеж за установленную мощность (Capacity charge).** См. Платеж за эксплуатационную готовность.

**Платеж за эксплуатационную готовность / платеж за доступность (Availability charge).** Фиксированная часть тарифа, подлежащая оплате вне зависимости от того, востребована продукция или услуга или нет. См. Плата за использование, Однократная выплата, Проходная пошлина. См. § 1.4.2; 5.5.4.

**Платежеспособность (Affordability).** Способность государственных органов оплачивать услуги из бюджета на протяжении всего срока жизни проекта PFI — разновидности соглашения о ГЧП. См. § 5.4.

**Платежный агент (Paying agent).** Компания, занимающаяся передачей платежей по обслуживанию долга от проектной компании держателям облигаций. См. § 9.4.2.

**Победитель торгов (Preferred bidder).** Участник торгов, с которым государственные органы проводят переговоры в соответствии с процедурой открытых торгов. См. § 6.3.1.

**Повторяющиеся нарушения (Persistent breach).** Постоянное нарушение проектной компанией условий соглашения о ГЧП, не подпадающих под штрафные санкции или удержания, а также иные случаи невыполнения обязательств. См. § 15.5.

**Поддержка курсов ценных бумаг (Market stabilisation).** Хеджевая операция, которая проводится перед размещением большого займа или обменом большого количества одних ценных бумаг на другие, чтобы заем или обмен не повлияли на рыночные ставки. См. § 11.2.13.

**Политические риски (Political risks).** Риски проектного финансирования, относящиеся к политическому форс-мажору и другим инвестиционным рискам, изменению законодательства и квазиполитическим рискам. См. § 14.4.

**Положение о нарушении условий договора (Breach of provision clause).** См. Положение о невозможности признания договора недействительным.

**Положение о невозможности признания договора недействительным (Non-vitiation clause).** Положение в договоре страхования, оговаривающее, что права кредиторов не будут ущемлены в случае действий проектной компании, нарушающих условия страхования. См. § 12.4.8.

**Потолок процентной ставки (Interest-rate cap).** Установленный в договоре хеджирования максимальный размер процентной ставки по кредиту проектной компании. См. § 11.2.10.

**Поточная диаграмма (Waterfall).** См. Каскадная диаграмма.

**Правило 144А (Rule 144a).** Положение Комиссии по ценным бумагам и биржам США, которое разрешает торговлю ценными бумагами с частным размещением квалифицированными институциональными покупателями.

**Право доступа (Right of way).** Право доступа к прилегающей территории. Например, применительно к трубопроводу, по которому подаются энергоресурсы для проекта. См. § 14.5.6.

**Право замещения (Substitution).** Право кредиторов по прямому соглашению передать права и обязанности проектной компании в рамках проектного контракта ГЧП новому лицу. См. § 15.4.2.

**Право изменять условия размещения при недостаточном уровне подписки/заявок (Market flex).** Право банков изменять цены перед размещением большого займа по подписке в соответствии с изменениями на рынке. См. § 9.3.6.

**Право на вмешательство (Step-in).** Права кредиторов, предусмотренные прямым соглашением, на вмешательство в управление проектной компанией для защиты своего обеспечения. См. Право срочного вмешательства, Право замещения. См. § 15.4.2.

**Право срочного вмешательства (Emergency step-in).** Право покупателя продукции или государственного заказчика принять управление проектом на себя в целях обеспечения безопасности проекта или населения. См. § 15.4.1.

**Предварительный информационный меморандум (PIM — Preliminary information memorandum).** Информационный документ по проекту, используемый в качестве основы для получения конкурсных предложений по финансированию от претендентов на роль ведущих организаторов по привлекаемым кредитам. См. § 9.3.6.

**Предварительный квалификационный отбор (Pre-qualification).** Предквалификация. Первый этап проведения конкурса в рамках государственных закупок. См. § 6.3.3.

**Прединвестиционная проверка (Due diligence).** Рассмотрение и оценка проектных контрактов, коммерческих, финансовых и политических рисков. См. § 6.5; 8.5.2; 9.3.4.

**Предложение о размещении конкурсных заявок (ITB — Invitation to bid).** См. ПКТ.

**Прекращение (Abandonment).** Невыполнение спонсорами задач по продолжению строительства или эксплуатации в рамках проекта. См. § 15.5.

**Прекращение выборки (получения) кредитных средств (Drawstop).** Приостановка кредиторами выдачи кредитных средств (снятия кредитных средств со счетов) после наступления дефолта. См. § 12.2.2; 12.5.

**Прекращение распределения дохода (Distribution block).** Норма покрытия, ниже которой кредиторы прекращают распределение доходов. См. § 12.2.5.

**Премия за кредитный риск (Credit premium).** Маржа, превышающая рыночный курс свопа, определяется лицом, которое предоставляет своп для покрытия кредитного риска и обеспечения дохода на капитал. См. § 11.2.4; 11.2.6.

**Приватизация (Privatisation).** Полная передача коммунальной инфраструктуры в частные руки, тогда как при ГЧП она остается в руках государства. См. § 2.2.

**Приемка (Acceptance).** Подтверждение, полученное от государственных органов или приемщика, что условие готовности к оказанию услуг соблюдено в срок. См. § 6.6.6.

**Принцип паритетных (равных) условий (Pari passu).** Равное и пропорциональное распределение. Относится к фондовым ценностям, которыми владеет несколько кредиторов, или к платежам другим предъявителям.

**Проблема делимости (Separability).** Проблема, связанная с тем, можно ли разделить плату за обслуживание (по модели PFI) на капитальные затраты и операционные расходы по проекту. Если да, то ГЧП отражается в бухгалтерском балансе государственного сектора. См. § 5.5.4.

**Проверяющая организация (Checker).** Не связанная ни с одной из сторон — участников проектного контракта инжиниринговая компания, которая подтверждает, что строительство в рамках проекта было закончено в соответствии с требованиями соглашения о ГЧП и договора субподряда. См. § 6.7.3.

**Проект (Project).** Проектирование, строительство, финансирование и эксплуатация объекта.

**Проект, реализуемый на освоенной территории или на основе уже имеющихся объектов (Brownfield project).** Проект, который предполагает восстановление существующего объекта или строительство на площадке с построенным ранее основным сооружением. См. Проект, создаваемый с нуля. См. § 14.5.2; 14.6.3.

**Проект, создаваемый с нуля (Greenfield project).** Проект, реализация которого предполагает сооружение нового объекта с нуля или строительство на площадке, где отсутствует соответствующая инфраструктура. См. Проект, реализуемый на освоенной территории. См. § 14.5.2; 14.6.3.

**Проектирование, проведение тендера, строительство (Design-bid-build).** Обычный метод размещения государственных заказов, когда государственные органы проектируют объекты, а затем проводят торги, чтобы найти для их строительства подрядчиков. См. § 1.3.2; 2.6.1.

**Проектирование — строительство — предоставление обеспечения — эксплуатация (DBGO — Design-build-guarantee-operate).** Вид соглашения,

сходного с соглашением на проектирование — строительство — эксплуатацию, но гарантию завершения строительства объекта выдают частные банки или другие финансовые институты. См. § 17.3.1.

**Проектирование — строительство — техническое обслуживание (DCM — Design construct and maintain).** См. Проектирование — строительство — эксплуатация.

**Проектирование — строительство — управление — финансирование (DCMF — Design-construct-manage-finance).** См. DBFO.

**Проектирование — строительство — финансирование — содержание (DBFM — Design-build-finance-maintain).** См. DBFO.

**Проектирование — строительство — эксплуатация (DBO — Design-build-operate).** Форма долгосрочного контракта на строительство и эксплуатацию объекта, по которому финансирование работ возлагается на государственные органы. См. § 17.2.1.

**Проектирование — строительство — финансирование — эксплуатация (DBFO, Design-build-finance-operate).** Контракт на проектирование, строительство, финансирование и эксплуатацию. См. § 1.4.3; 1.5.

**Проектная компания (Project company).** Специальная проектная компания (компания специального назначения). Партнер государственных органов по соглашению о ГЧП. См. § 1.3.1; 7.6.

**Проектное соглашение (Project agreement).** Соглашение о ГЧП, связанное с проектом по модели PFI.

**Проектное финансирование (Project finance).** Метод привлечения долгосрочного заемного финансирования для крупных проектов посредством «финансового инжиниринга», базирующегося на заимствовании, которое осуществляется под денежный поток проекта. Проектное финансирование зависит от детальной оценки рисков проекта, связанных со строительством, эксплуатацией, получением доходов, и распределением этих рисков между инвесторами, кредиторами и другими участниками на основании контрактных и иных юридически оформленных отношений. См. § 8.1.

**Проектные контракты (Project contracts).** Соглашение о ГЧП и соглашения с субподрядчиками.

**Проекты строительства зданий (Accommodation projects).** Проекты, реализуемые с помощью ГЧП и предполагающие строительство школ, больниц и тюрем. См. § 1.6.2.

**Производный финансовый инструмент / Дериватив (Derivative).** Соглашение, по которому приходы и расходы за определенный период времени совершаются в ценах, рассчитанных на основе изменений соответствующего финансового рынка. Например, своп процентных ставок. См. § 11.2.10.

**«Проклятие победителя» (Winner's curse).** Недооценка победителем конкурсных торгов рисков, связанных с использованием концессии. См. § 13.4.3; 14.8.1.

**Промежуточное (временное) кредитование собственного капитала (Equity bridge loan).** Финансирование собственного капитала кредитами в период строительства. См. § 7.3.4.



**Проходная плата (Gate fee).** Плата взимается при реализации проектов, связанных с переработкой (таких как заводы по сжиганию мусора), взамен платы за обслуживание. См. Платеж за эксплуатационную готовность (платеж за доступность). См. § 13.5.1.

**Процентный своп (Interest-rate swap).** Контракт на хеджирование, позволяющий перевести плавающую процентную ставку в фиксированную. См. § 11.2.2.

**Прямая закупка (Public-sector procurement).** Прямое приобретение общественной инфраструктуры государственными органами, без заключения соглашения о ГЧП. См. § 1.3.2.

**Прямое соглашение (Direct agreement(s)).** Соглашение (соглашения) между кредиторами и сторонами проектных контрактов, подписанных с проектной компанией. Такое соглашение защищает интересы кредиторов в рамках этих контрактов. См. § 12.3.3; 15.4.2.

**Прямой тариф (Real tolls).** Плата за услуги, которую пользователи проекта осуществляют наличными средствами. См. также Скрытый (теневой) тариф. См. § 13.4.

**Публично-правовая организация (Public entity).** См. Государственные органы.

**ПЧФ (PFP — Private financing predictor).** Предиктор частного финансирования. «Теневая» модель финансирования, подготовленная для государственных органов, чтобы определить первоначальное финансовое обоснование ГЧП. См. § 10.2.

**Разрешения (Permits).** Разрешения или права, требуемые в процессе строительства и эксплуатации проекта, а также для осуществления инвестиций в проектную компанию или необходимые самой проектной компании для получения кредита. См. § 14.5.3.

**Реальный поток / возврат денежных средств (Real cash flow/return).** Поток денежных средств или доход от инвестиций за вычетом инфляции при ее наличии, то есть «сегодняшняя стоимость денег». См. Номинальный поток / возврат денежных средств. См. § 11.3.1.

**Резервные счета (Reserve accounts).** Счета, подконтрольные кредиторам (или их доверенным лицам, или эскроу-агентам), на которых размещена часть денежных средств проектной компании, являющаяся обеспечением по долгу или служащая для возмещения будущих расходов. См. Резервный счет обслуживания долга, Резервный счет технического обслуживания. См. § 12.2.4.

**Резервы на непредвиденные расходы (Contingency).** Резервы, не относимые на конкретные статьи в бюджете затрат до ввода в эксплуатацию. Их финансирование обеспечивается созданным заранее фондом непредвиденных расходов. См. § 10.3.2; 10.5.9.

**Результаты деятельности (Outputs).** Требования, касающиеся предоставляемых ГЧП услуг, определяются требованиями государственных органов, а не тем, как обеспечить необходимые материальные средства. См. § 1.3.2; 2.2; 5.5.4.

**Рефинансирование (Refinancing).** Погашение долга путем привлечения нового финансирования на более привлекательных условиях (например, с более низкой стоимостью кредита, более длительными сроками погашения). См. § 16.4.

**Риск пролонгации (Roll-over risk).** Риск того, что процентный своп не может быть изменен на приемлемых условиях в случае изменения величины долга или графика погашения. См. § 11.2.9.

**Риск унаследованного загрязнения (Site-legacy risk).** Риск, связанный с обнаружением на проектной площадке загрязнения, произошедшего до начала осуществления проекта. См. § 14.5.4.

**Риски владельца (проектной компании) (Owner's risks).** Риски, которые находятся в зоне ответственности проектной компании согласно ПСС-контракту. См. § 14.6.3.

**Риски на стадии строительства (Construction-phase risks).** Риски, связанные с этапом строительства, которые могут повлиять на величину капитальных затрат проектной компании или ее возможности по управлению объектом. См. Риски проектной площадки, Строительные риски, Риски незавершения строительных работ. См. § 14.5 – 14.7.

**Риски незавершения строительных работ / Риски неосуществления ввода в эксплуатацию (Completion risks).** Коммерческие риски, связанные с завершением строительных работ (вводом в эксплуатацию) в рамках, определенных соглашением о ГЧП. См. § 14.7.

**Риски проектной площадки (Site risks).** Риски, связанные с приобретением или состоянием проектной площадки. См. § 14.5; 15.2.4.

**Риски процентной ставки (Interest-rate risks).** Макроэкономические риски, связанные с изменением процентных ставок. См. § 11.2.

**Риски, связанные с этапом эксплуатации (Operation-phase risks).** Риски, относящиеся к стадии эксплуатации, способные повлиять на величину дохода или операционных расходов проектной компании. См. § 14.8.

**Риски строительства (Construction risks).** См. Риски незавершения работ. См. § 14.6.

**Рост задолженности (Debt accretion).** Рост величины долга на этапе эксплуатации долгосрочной концессии. См. Нарастающий своп. См. § 10.5.8.

**Резервный счет обслуживания долга (DSRA — Debt service reserve account).** Резервный счет, на котором поддерживается достаточное количество денежных средств для осуществления следующего запланированного платежа по обслуживанию долга. См. § 12.2.4.

**Руководитель подрядных работ (Contract administrator).** См. Проверяющая организация.

**Своп ИПЦ (RPI swap — Retail price index swap).** См. Инфляционный своп.

**Сервитут (Easement).** Право использовать прилегающие земли, например, для сброса воды. См. § 14.5.6.

**Синдикация (Syndication).** Процесс, в рамках которого ведущие организаторы сокращают объем своего андеррайтинга, размещая часть займа в других банках. См. § 9.3.6.

**Скрытые дефекты (Latent defects).** Дефекты, допущенные при сооружении объекта, которые не могли быть обнаружены обычным путем и которые проявляются впоследствии. См. § 14.6.3; 14.7.1.

**Скрытый (теневой) тариф (Shadow tolls).** Тариф, зависящий от загрузки мощностей проекта, но подлежащий перечислению государственным заказчиком, а не конечными пользователями. См. Прямой тариф. См. § 13.4.5.

**Смешанная ВНД на собственный капитал (Blended equity IRR).** Показатель ВНД/IRR инвесторов, который основывается на величине распределяемого дохода. См. § 7.3.3.

**Собственный капитал (Equity).** Часть первоначальных капитальных затрат по проекту, вносимая инвесторами. Может быть предоставлена в форме акционерного капитала или субординированного займа. См. § 7.3.

**События дефолта (Events of default).** События, которые дают кредиторам право приостановить или прекратить финансирование (или дают сторонам по проектным договорам право на расторжение после надлежащего уведомления). См. § 12.5; 15.5.

**Соглашение о ГЧП (PPP contract).** Соглашение, которое заключают государственные органы и проектная компания на проектирование, строительство, финансирование и эксплуатацию объекта, это может быть соглашение о концессии или проектное соглашение. См. § 1.3; 3.3.

**Соглашение об общих условиях финансирования (Common terms agreement).** Общие условия финансирования, согласованные между различными группами кредиторов и заемщиком. См. § 12.6.

**Соглашение о подготовке (Development agreement).** Заключается между спонсорами для подготовки проекта. См. § 7.5.

**Соглашение о покупке электроэнергии (PPA — Power purchase agreement).** Вариант контракта (оффтейкерского) на покупку продукции. См. § 1.4.2.

**Соглашение о правительственных закупках, СПЗ (GPA — Agreement on government procurement).** основополагающий документ для проведения тендеров согласно правилам, установленным ВТО. См. § 6.3.

**Соглашение о проектировании и строительстве (D&B contract — Design and Build contract).** Соглашение, в котором указана точная цена и дата сдачи «под ключ» зданий и связанной с ними инфраструктуры. См. § 14.6.1.

**Сопутствующие/дополнительные гарантии (Collateral warranties).** Соглашения, в рамках которых стороны, выполняющие работы (оказывающие услуги) по проекту на стадии строительства или эксплуатации, принимают на себя обязательства перед кредиторами в отношении стандартов этих работ (услуг). См. § 12.3.3.

**Социальная инфраструктура / объекты общественного назначения (Social infrastructure).** Инфраструктура, необходимая для нормальной жизни общества, такая как школы, больницы и тюрьмы. См. Экономическая инфраструктура. См. § 1.2.

**Специальная проектная компания (СПК) (SPV — Special-purpose vehicle).** Компания специального назначения. Самостоятельное юридическое

лицо, создаваемое для осуществления сделки, не ведущее иной деятельности, выступающее в роли заемщика. См. § 7.6.1.

**Специализированное страхование (Monoline insurance).** Страхование отдельного финансового риска (в отличие от комплексного страхования убытков). См. § 9.4.4.

**Спонсоры (Sponsors).** Инвесторы, которые подготавливают проект и управляют им посредством инвестирования в проектную компанию. См. § 7.2.1.

**Справедливая рыночная стоимость (FMV).** Метод расчета компенсации за досрочное расторжение договора.

**Средний (средневзвешенный) срок (Average life).** Средняя продолжительность периода, в течение которого основная сумма долга остается непогашенной. См. § 10.5.3.

**Средневзвешенная стоимость капитала (WACC — Weighted average cost of capital).** Средняя взвешенная стоимость активов компании и консолидированного долга. См. § 7.3.1.

**Срок действия (Term).** Срок действия проектного контракта или период до даты окончательного погашения долга.

**Срок устранения нарушений (Cure period).** Предусмотренное контрактом время на устранение ситуации дефолта. См. § 15.4.2.

**Страхование от всех рисков, связанных со строительством и возведением зданий / Страхование всех рисков строительно-монтажных работ. (CEAR insurance — Construction & erection all risks insurance).** Покрывает риски, связанные с возникновением физического ущерба при строительстве. См. Страхование всех рисков подрядчика.

**Строительство — аренда — передача (BLT — Build-lease-transfer).** Контракт на строительство, лизинг и передачу прав собственности. См. § 1.5.

**Строительство — аренда — эксплуатация — передача (BLOT — Build-lease-operate-transfer).** Контракт на строительство, лизинг, эксплуатацию и передачу прав собственности. См. § 1.5.

**Строительство — передача — аренда (BTL — Build-transfer-lease).** Термин, который применяется в Южной Корее для обозначения PFI. См. § 1.5; 3.8.1.

**Ставка дисконтирования (Discount rate).** Ставка, используемая для приведения (дисконтирования) будущего денежного потока к текущей стоимости и расчета чистой приведенной стоимости. См. § 4.2.

**Ставка дисконтирования государственного сектора (PSDR — Public-sector discount rate).** Используется государственными органами для оценки капиталовложений в общественную инфраструктуру. См. § 5.2.3.

**Ставка доходности в финансовом выражении (FIRR, Financial rate of return).** Денежная выгода от проекта (в противоположность экономической выгоде от проекта), с точки зрения государственного сектора или инвестора. См. § 5.2.4.

**Ставка доходности для экономики страны (ERR — Economic rate of return).** Метод, который применяется государственным сектором для расчета чистой выгоды от проекта. См. Внутренняя ставка доходности в финансовом выражении. См. § 5.2.4.

**Стандартизация соглашений о PFI (SoPC — Standardisation of PFI Contracts)**. Стандартная форма соглашения о ГЧП в Великобритании. См. § 3.4.1.

**Старшие кредиторы (Senior lenders)**. Кредиторы, платежи по обслуживанию долга которым осуществляются перед платежами по обслуживанию мезонинного или субординированного долга, а также перед выплатами инвесторам. В случае ликвидации проектной компании старшие кредиторы получают возмещение в первую очередь. См. § 9.6; 12.6.

**Статья о возврате в первоначальное положение (Make-whole clause)**. Правило, которому следуют при выпуске облигаций. В случае досрочного погашения выплата включает чистую дисконтированную стоимость недополученной чистой прибыли и не должна быть меньше номинальной стоимости облигации. См. § 11.2.12.

**Стоимость жизненного цикла (Lifecycle costs)**. Стоимость масштабной модернизации оборудования на условиях, определенных соглашением о ГЧП. См. § 10.3.3; 12.2.4; 14.8.6.

**Сторона государства (Public party)**. См. Государственные органы.

**Страхование (Insurance)**. Обеспечение на случай возникновения форс-мажорных обстоятельств при строительстве и эксплуатации объекта. См. § 12.4.

**Страхование гражданской ответственности (Public liability insurance)**. См. Страхование ответственности перед третьими лицами.

**Страхование задержки ввода в эксплуатацию (DSU insurance — Delay in start-up insurance)**. Страхование упущенной выгоды или дополнительных расходов в связи с задержкой строительных работ вследствие физического ущерба, понесенного проектом. См. § 12.4.2.

**Страхование на случай временной приостановки деятельности (BI insurance — Business interruption insurance)**. Страхование упущенных доходов в результате ущерба, понесенного проектом. См. § 12.4.3.

**Страхование на случай форс-мажора (Force majeure insurance)**. Страхование упущенной выгоды или дополнительных расходов в связи с задержкой ввода в эксплуатацию или прерыванием эксплуатации в результате наступления форс-мажора, не предусмотренного полисами страхования от задержки ввода в эксплуатацию или от приостановления деятельности. См. § 12.4.2.

**Страхование «от всех рисков» (All risks insurance)**. Страхование имущества от физического ущерба при эксплуатации. См. § 12.4.3.

**Страхование ПБР (CAR insurance)**. Страхование подрядчика от всех видов риска (CAR). См. § 12.4.2.

**Страхование строительной организации от всех видов риска (Builder's all risks insurance)**. См. страхование CAR.

**Страхование упущенной выгоды (ALOP insurance)**. См. Страхование от задержки ввода в эксплуатацию.

**Субнациональный/субсуверенный риск (Sub-sovereign risk)**. Риск, связанный с организациями государственного сектора, не относящимися к местному общенациональному правительству. См. § 14.8.3.

**Субординированный долг (Subordinated debt).** Долг, погашение которого осуществляется после обязательных выплат старшим кредиторам, но перед выплатами инвесторам. См. Мезонинный долг. См. § 7.3.3.

**Субподрядчик (Construction subcontractor/Subcontractor).** Сторона, заключившая договор субподряда с проектной компанией.

**Суброгация (Subrogation).** Право страховой компании или гаранта забрать себе актив, по которому было выплачено страховое возмещение или гарантия. См. § 12.4.8.

**Счет расходов (Disbursement account).** Банковский счет проектной компании, на котором находится собственный капитал компании, куда перечисляются кредитные поступления и откуда списываются средства на оплату расходов на сооружение объекта и покрытие других капитальных затрат. См. § 12.2.1.

**Счет резервной наличности (MRA — Maintenance reserve account).** Используется для отдельного хранения наличности, предназначенной для обслуживания объекта. См. § 12.2.4; 14.8.6.

**Тариф (Tariff).** Платежи согласно проектному соглашению. См. Платеж за эксплуатационную готовность, Платеж за использование. См. § 1.4.2.

**Текущее содержание объекта (Soft FM).** Услуги, связанные с работой объекта, например уборка, снабжение и обеспечение безопасности. См. § 13.2; 14.8.5.

**Текущее содержание и обслуживание объекта (FM — Facilities management).** См. Текущее техническое обслуживание объекта, Текущее содержание объекта.

**Текущее техническое обслуживание объекта (Hard FM).** См. § 13.2; 14.8.6.

**Технический консультант кредиторов (T/A).** См. § 9.3.4.

**Трансграничные риски (Cross-border risks).** Риски, возникающие в случае предоставления займов или инвестирования в проекты, реализуемые за границей. См. § 14.4.

**Трансъевропейские транспортные магистрали (TENs — Trans-European networks).** Программа ЕС по улучшению транспортной инфраструктуры, связывающей страны Евросоюза. См. § 17.4.4.

**Трехсторонний документ (Tripartite deed).** См. Прямое соглашение.

**Уведомление о тендере (ITT — Invitation to tender).** Приглашение к тендеру или приглашение к участию в конкурсе. См. § 6.3.4.

**Удельный вес заемных средств / гиринг (Gearing).** См. Финансовый рычаг.

**Удержание (Retainage).** Часть платежей в рамках ПСС-контракта, которую проектная компания удерживает на своих счетах в качестве залога до даты начала предоставления услуг. См. § 14.7.1.

**Условие Спенса (Spens clause).** Термин применяется в Великобритании для обозначения условия о восстановлении до первоначального состояния.

**Условная основная сумма (Notional principal amount).** Сумма основного долга, являющаяся базой для процентного свопа. См. § 11.2.2; 11.3.9.

**Уступка денежного требования (фр. Cession de Créance).** Концепция во французском административном праве, в соответствии с которой государственные органы могут принимать на себя часть долга проектной компании. См. § 13.5.

**Участие частных компаний в развитии инфраструктуры (PPI, Private Participation in Infrastructure).** Термин используется в Южной Корее для обозначения концессий. См. ГЧП. См. § 1.3.3; 3.8.1.

**Учредители (Promoters).** См. Спонсоры.

**Учредитель (Promoter).** См. Государственные органы.

**Управления по частному финансированию (PFU — Private finance units).** Государственная структура, ведающая частным финансированием. См. Структура, ведающая ГЧП.

**Физическая инфраструктура (Hard infrastructure).** Здания и другие физические объекты. См. § 1.2.

**Финансирование без права регресса (Non-recourse).** Финансирование без гарантий инвесторов. См. Ограниченное право регресса. См. § 10.9.

**Финансовая модель (Financial model).** Используется государственными органами, инвесторами, кредиторами и другими заинтересованными лицами с целью анализа и мониторинга проекта. См. § 10.2.

**Финансовое закрытие (Financial close).** Дата, на которую подписаны все проектные контракты и документация по финансированию, а также выполнены отлагательные условия первой выборки (получения) кредитных средств. См. § 6.1; 6.5.4.

**Финансовый баланс (Financial balance).** Механизм, позволяющий проектной компании, ее инвесторам и кредиторам не допустить возникновения компенсационного случая. См. § 15.2.1.

**Финансовый консультант (Financial adviser).** Специалист, консультирующий государственные органы по финансовым вопросам материально-технического снабжения ГЧП, либо консультант, работающий в интересах спонсоров при организации финансирования для проектной компании. См. § 6.7.1; 9.2.

**Финансовый лизинг (Finance lease).** Вид аренды, при котором актив переходит в экономическую собственность арендатора и отражается на его балансе в виде займа. Если ГЧП рассматривается в качестве капитализируемой аренды, то элемент капитальных затрат в структуре платы за обслуживание считается долгом государственного сектора. См. § 5.5.2.

**Финансовый посредник/помощник (Financial facilitator).** Инвестиционный банк, фонд ГЧП или сходный институт, выступающий в качестве первичного спонсора. См. § 7.2.1.

**Финансовый рычаг (Leverage).** Соотношение заемного и собственного капитала.

**Формула Фишера (Fisher formula).** Формула для расчета отношения количества денег в обращении к уровню инфляции. См. § 11.3.1.

**Форс-мажор (Force majeure).** Природное или политическое событие, которое оказывает влияние на способность какойлибо стороны соглашения о ГЧП

выполнять свои обязательства по контракту, которое происходит не по вине этой стороны и которое было невозможно предвидеть этой стороне. См. Обязательства освобождения от ответственности. См. § 14.3; 15.7.

**Франшиза (Franchise).** Право на эксплуатацию существующей общественной инфраструктуры и прием платежей ее пользователей. Отличается от ГЧП тем, что не требует привлечения существенных инвестиций из частного сектора. См. § 1.4.1; 1.5; 3.5; 13.3.6.

**Франшиза (Deductibles).** Предельная сумма понесенных убытков, при превышении которой выплачивается страховое возмещение. См. § 12.4.4.

**Франшизополучатель (Franchisee).** Частная компания — участник соглашения о франшизе.

**Фонд структурированного финансирования (SFF — Structured finance facility).** Структурированное финансирование Европейского инвестиционного банка (ЕИБ). Кредитный продукт ЕИБ, обеспечивающий покрытие различных рисков проекта. См. § 17.4.4.

**Хеджирование (Hedging).** Мероприятия, которые проводят на финансовом или сырьевом рынках с целью защиты проектной компании от влияния неблагоприятного изменения процентных ставок, курсов обмена валют или цен на товары (продукцию, сырье). См. главу 11.

**Целевая структура погашения долга (Target repayments).** Гибкая структура погашения долга, позволяющая избежать временной нехватки денежных средств. См. § 10.5.5.

**Центр управления государственными и частными инвестициями в инфраструктуру (PIMAC — Public and private infrastructure investment management center).** Структура, отвечающая за организацию и управление проектами ГЧП в Южной Корее. См. § 3.8.1.

**Частная компания — участник проекта (Private party).** См. Проектная компания.

**Частное финансирование проектов (PFP — Privately-financed projects).** См. ГЧП. См. § 1.3.3.

**ЧГП (PSP — Private-sector participation).** Частно-государственное партнерство. См. ГЧП. См. § 1.3.3.

**Чистые приведенные расходы (NPC — Net present cost).** Чистая приведенная стоимость ГЧП для государственных органов. См. § 5.3.

**Чистая приведенная (текущая) стоимость (NPV — Net present value).** Приведенная (дисконтированная) к текущему моменту времени стоимость будущих денежных потоков по проекту. См. § 4.2.

**Штрафы (Deductions).** Сумма вычета из оплаты за предоставление услуг, начисленная вследствие нарушений соглашения о PFI, касающихся доступности услуг или несоблюдения требований к ним. См. Штрафы. См. § 13.5.

**Штрафные баллы (Performance points penalties).** Начисляются за невыполнение ключевых показателей производительности. Их накопление ведет к сокращению платы за обслуживание и может закончиться расторжением соглашения о ГЧП. См. § 13.5.2.



**Штрафные санкции (Penalties).** Выплаты, которые проектная компания производит в случае, если оказанные услуги не соответствуют требованиям концессионного соглашения. См. § 13.4.6.

**Экологические риски (Environmental risks).** Риски воздействия на окружающую среду, вызванного строительством или эксплуатацией в рамках проекта. См. § 14.5.4.

**Экономическая инфраструктура (Economic infrastructure).** Инфраструктура общего пользования, необходимая для повседневной хозяйственной деятельности, например транспортная и коммунальная инфраструктура. См. § 1.2.

**Экономия/убытки, обусловленные внешними факторами (External economies/diseconomies).** См. Внешние эффекты.

**Эксплуатационная готовность/доступность (Availability).** Период(ы) времени, когда возможна эксплуатация в рамках проекта. См. § 1.6; 13.5; 14.8.4.

**ЭОЗ соглашения (FM subcontracts).** Контракты с субподрядчиками, занимающимися полной или частичной эксплуатацией и обслуживанием зданий.

**Экономическая и социальная инфраструктура (SOC — Social overhead capital).** Термин используется в Республике Корея для обозначения общественной инфраструктуры. См. § 3.8.1.

**Эскроу-счет / счет условного депонирования (Escrow account).** Банковский счет, контроль над которым осуществляют совместно две стороны. См. Резервные счета.

**Этап строительства (Construction phase).** Период от финансового закрытия до даты ввода объекта в строй. См. § 6.1.

**Этап эксплуатации (Operation phase).** Период с момента приемки выполненных работ до завершения действия соглашения о ГЧП. См. § 5.1; 6.6.7.

Э.Р. Йескомб

# ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОЕ ПАРТНЕРСТВО

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Руководитель проекта *М. Шалунова*  
Корректоры *Н. Витько, Ю. Молокова*  
Компьютерная верстка *Б. Зипунов*  
Арт-директор *Л. Бенцуша*

Подписано в печать 23.06.2019. Формат 70×100/16.  
Бумага офсетная № 1. Печать офсетная. Объем 28  
печ. л. Тираж 1500 экз. Заказ № .

ООО «Альпина Паблицер»  
123060, Москва, а/я 28  
Тел. (495) 980-53-54  
[www.alpina.ru](http://www.alpina.ru)  
e-mail: [info@alpina.ru](mailto:info@alpina.ru)

Знак информационной продукции  
(Федеральный закон № 436-ФЗ от 29.12.2010 г.)

0+