

Федеральное Государственное Общеобразовательное Учреждение  
Санкт-Петербургский Государственный Университет

*На правах рукописи*

АРЖАНИК Екатерина Петровна

**ФИНАНСОВОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ ПРОЕКТОВ  
ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Диссертация на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель:  
д.э.н., профессор Ключников И.К.

Санкт-Петербург  
2014

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА .....	10
1.    Экономическое содержание и основные принципы функционирования государственно-частного партнерства. ....	10
2.    Формы и модели государственно-частного партнерства. ....	20
3.    Проблемы финансирования государственно-частных партнерств... ..	42
ГЛАВА 2. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ ПРОЕКТОВ ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА .....	54
1.    Финансовая оценка и анализ денежных потоков проектов государственно-частного партнерства. ....	54
2.    Принятие решения о государственно-частном партнерстве публичным органом власти. ....	64
3.    Принятие инвестиционного решения по проекту государственно-частного партнерства частным сектором. ....	79
ГЛАВА 3. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ В УПРАВЛЕНИИ ПРОЕКТАМИ ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА .....	86
1.    Финансовое структурирование проектов государственно-частного партнерства. ....	86
2.    Риск-менеджмент в управлении проектами государственно-частного партнерства... ..	106
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	129
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ .....	134
ПРИЛОЖЕНИЕ 1 .....	147
ПРИЛОЖЕНИЕ 2 .....	150
ПРИЛОЖЕНИЕ 3 .....	156
ПРИЛОЖЕНИЕ 4 .....	161
ПРИЛОЖЕНИЕ 5 .....	164
ПРИЛОЖЕНИЕ 6 .....	166
ПРИЛОЖЕНИЕ 7 .....	167
ПРИЛОЖЕНИЕ 8 .....	171

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность темы исследования.** За последнее десятилетие финансирование в рамках государственно-частного партнерства становится все более популярным во всем мире, как способ поддержания и финансирования общественных и квазиобщественных благ в таких секторах, как транспорт (автомобильные и железные дороги, мосты, тоннели, порты, аэропорты), социальная инфраструктура (больницы, школы, социальное жилье), коммунальные услуги (водоснабжение, очистка сточных вод, утилизации отходов) и государственные учреждения.

В России также реализуются механизмы взаимодействия государственного и частного секторов для финансирования социально значимых проектов, в том числе с использованием средств институтов развития. Многочисленные публикации, посвященные теме партнерства государства и бизнеса, подготовлены аналитиками Всемирного Банка, а также Центрами государственно-частного партнерства разных стран. Вместе с тем, практические аспекты реализации и финансового планирования проектов недостаточно раскрыты в отечественной литературе.

Проблемы становления и развития государственно-частного партнерства в различных странах исследовались в трудах зарубежных и российских ученых. При разработке проектов ГЧП существует потребность во всестороннем исследовании, имеющем цель систематизации зарубежного опыта. Ведь адаптировав его к российской специфике, можно ускорить процесс развития государственно-частного партнерства как эффективного инструмента инвестирования в инфраструктуру.

Отсутствие общей методологии реализации проектов, детального финансового планирования и структурирования препятствуют развитию данного механизма в нашей стране. Из-за недостаточно качественного анализа большое количество проектов, как правило, заканчиваются ситуациями, связанными с высоким финансовым риском и неэффективной коммерческой ценностью инвестиций, а также осложненными правовыми последствиями.

Вышеуказанные обстоятельства обуславливают актуальность темы настоящего диссертационного исследования, в котором на основе комплексного и системного подходов предлагается методология финансового анализа для принятия решений в рамках государственно-частного партнерства.

**Степень разработанности проблемы.** В совершенствование процесса управления проектно-инвестиционной деятельностью, одной из форм которой является государственно-частное партнерство, большой вклад внесли: Бланк И.А., Бочаров В.В., Виленский П.Л.,

Глисин Ф.Ф., Дежина И.И., Игоница Л.Л., Иванов В.В., Ковалев В.В., Ковалев Вит.В., Лившиц В. Н., Лялин В.А. и др.

Проблемы формирования государственно-частного партнерства и других форм инвестиционного финансирования рассмотрены в трудах таких отечественных ученых и практиков как Белицкая А. В., Варнавский В.Г., Габдуллина Э.И., Дерябина М.А., Кабашкин В.А., Колесникова К.И., Ларин С.Н., Лившиц П.Л., Михеев О.Л., Салихов Х.М., Холодная Н.Д. и др.

Учитывая международный характер темы исследования в работе были использованы труды таких зарубежных ученых как Александер Г., Бейли Дж., Беренс В., Булт-Спиринг М., Бригхэм Ю., Ван Хам Р., Годж Г., Гримси Д., Девульф Г., Йескомб Э., Кляйн М., Коппьян Я., Линдер С., Рейнхардт У., Род Р., Розенау П., Савас Э., Сенгупта Ч., Уильямсон О., Уиттакер Д., Уэбер Б., Шарп У., Эрхардт М. и др.

Однако чаще всего имеющиеся научные исследования посвящены отдельно экономико-правовым вопросам формирования государственно-частного партнерства или проблематике развития отраслевых рынков услуг. Вместе с тем, в российской науке и практике отсутствует комплексные исследования, посвященные вопросам финансового планирования, структурирования и анализа проектов ГЧП. Не менее остро стоит вопрос о возможностях адаптации западного научного инструментария, а также очевидна необходимость разработки методической платформы для практической реализации инвестиционных проектов на условиях взаимовыгодного взаимодействия государственного и частного секторов.

Таким образом, актуальность темы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Целью работы является разработка механизма построения финансовых моделей проектов государственно-частного партнерства с учетом особенностей их реализации в Российской Федерации.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

1. Исследовать подходы к определению понятия государственно-частного партнерства, систематизировать формы и модели взаимодействия государства и корпоративных финансов в России и за рубежом.
2. Выявить существующие проблемы финансирования проектов государственно-частного партнерства.
3. Раскрыть особенности механизмов, используемых органами государственной власти при финансовом планировании проекта ГЧП.

4. Систематизировать инструменты, используемые частным сектором при финансовом планировании проекта ГЧП.

5. Разработать методический подход к финансовому моделированию проектов государственно-частного партнерства на основе принципов и инструментов инвестиционного анализа.

6. Построить и обосновать методику оценки рисков финансирования проектов государственно-частного партнерства.

**Предметом исследования** в диссертационной работе являются формы и методы организации экономических отношений, возникающих в процессе финансового управления проектами государственно-частного партнерства.

**Объектом исследования** являются инструменты финансового анализа и планирования проектов государственно-частного партнерства.

**Область исследования.** Исследование выполнено в рамках требований паспорта специальностей ВАК 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

3.12. Структура и взаимосвязь механизма финансового взаимодействия государства и корпоративных финансов в рыночных условиях.

3.19. Теория принятия решений и методы управления финансовыми и налоговыми рисками.

3.22. Формирование эффективной системы проектного финансирования.

3.25. Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили научные работы отечественных и зарубежных авторов в области теории государственно-частного партнерства, инвестиционного анализа, финансового планирования, отечественные и зарубежные разработки, ориентированные на развитие государственно-частных партнерств и проектного финансирования.

В ходе исследования использовались различные методы научного познания: выборочное наблюдение, группировка, обобщение, исторический метод, систематизация теоретического и практического материала, системный и комплексный подход и другие.

**Информационной базой работы** послужили статистические данные, аналитические отчёты государственных экономических и финансовых институтов, международных экономических организаций, литературные источники, федеральные и региональные программы социально-экономического развития, нормативно-правовые акты

государственных органов Российской Федерации и ее субъектов в области государственно-частного партнерства, а также Интернет-ресурсы.

### **Основные положения диссертации, выносимые на защиту**

1. Обосновано, что наряду с существующими формами государственно-частного партнерства, необходимо совершенствовать законодательную базу для возможности реализации и других перспективных форм, которые активно применяются за рубежом. В рамках российских реалий в связи с отсутствием стабильности экономики, а также высоким уровнем риска модель ГЧП, при которой ГЧП-соглашение со стороны публичного партнера реализует госкомпания, а со стороны частного - специально созданная проектная компания с участием публичного партнера, может частично решить проблему финансирования проектов. Потому что банки будут осуществлять кредитование данной специальной проектной компании, учитывая фактор, что в ней присутствует и государственный капитал.

2. Аргументирована необходимость законодательно обеспечить деятельность не только таких институтов, как Внешэкономбанк и Инвестиционный фонд, а также механизма инфраструктурных инвестиций, который смог бы предоставить пенсионным фондам, страховым компаниям и другим финансовым учреждениям, обладающим достаточными ресурсами, способ инвестирования средств с относительно низким уровнем риска, а проектам государственно-частного партнерства — доступное финансирование.

3. Посредством выборочного исследования инвестиционной активности в России выявлены проблемы, препятствующие финансированию проектов государственно-частного партнерства:

- Несовершенство правового поля для реализации проектов государственно-частного партнерства. В частности, большинство форм участия субъектов в таких отношениях не закреплено официально, отсутствуют механизмы правового регулирования. Более того, из-за сложной подведомственности договора о ГЧП различным ветвям законодательства возникают противоречия.

- Затяжной характер принятия решений со стороны государственных органов власти.

- Отсутствие в России сформированного по отраслям рынка проектов ГЧП.

- Недостаток эффективных инструментов привлечения долгосрочного финансирования проектов ГЧП.

- Ограничения суммы финансирования проектов, что является ограничением для финансирования региональных проектов.

- Отсутствие доверия в связи с коррупцией, ротацией чиновников, непрозрачностью организации тендера проектов.

- Отсутствие методических материалов по практическому инструментарию.

4. Обоснован методический подход для анализа денежных потоков проектов всеми сторонами партнерства государства и частного сектора, в основу которого заложены инструменты инвестиционного анализа, а также учтены особенности механизма ГЧП, такие как длительный срок реализации, а также то, что инвестирование может осуществляться на протяжении нескольких лет или на более поздних стадиях проекта.

5. Разработана методика финансового структурирования реализации проекта ГЧП, где предложены основные компоненты информационного обеспечения и допущения, используемые при прогнозировании, которые могут составлять исходные данные для финансовой модели проекта государственно-частного партнерства, а также результаты, полученные на ее основе. Таким образом, результатом финансовой модели является расчет платежей за услуги, которые должны покрыть финансирование проектной компании и операционные расходы, а также обеспечить возврат долевых инвестиций участника тендера. Более того, определены требования, которые необходимо учитывать и в рамках которых необходимо строить финансовую модель проекта государственно-частного партнерства.

6. Предложен механизм идентификации рисков проекта государственно-частного партнерства, который сочетает количественные и качественные критерии оценки, а также позволяет оценивать эффективность финансирования проекта государственно-частного партнерства.

**Научная новизна** диссертационного исследования заключается в разработке методического подхода к финансовому моделированию проекта государственно-частного партнерства с учетом основных факторов, влияющих на финансовые потоки по проекту, а также с использованием инструментов риск-менеджмента. Наиболее существенные результаты исследования:

1. Сформулировано определение понятия государственно-частного партнерства, а также систематизированы формы и модели государственно-частного партнерства.

2. Выявлены существующие проблемы финансирования проектов государственно-частного партнерства, где одной из главных является отсутствие методологической проработки финансового управления, что приводит к неэффективности использования механизма ГЧП. А также предложены пути решения данных проблем.

3. Доказано, что оценка денежных потоков в финансовом планировании проекта государственно-частного партнерства является ключевым аспектом и должна проводиться

всеми участниками партнерства, а также на всех этапах реализации проекта. В связи с чем рассмотрены и адаптированы под особенности ГЧП в России инструменты инвестиционного анализа, которые могут быть использованы в данном процессе.

4. Предложены механизмы финансового анализа для принятия решения о государственно-частном партнерстве как публичным органом власти, так и частным сектором. А также обосновано, что существенной проблемой при планировании проектов ГЧП является определение величины ставки дисконтирования. Аргументировано, что для получения более полного понимания ситуации необходимо рассматривать различные значения ставки дисконтирования и анализировать динамику изменений результатов.

5. Разработана методика финансового моделирования проекта государственно-частного партнерства, где определены требования, в рамках которых эта модель должна строиться, а также результаты прогнозирования, которые возможно на ее основании получить.

6. Обоснован методический подход к структурированию рисков проектов государственно-частного партнерства, который сочетает количественные и качественные критерии оценки и позволяет также оценивать, с учётом специфических особенностей, эффективность их финансирования.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.** Теоретическая значимость диссертационного исследования определяется тем, что научные и практические проблемы, поднимаемые в ней, непосредственно связаны с решением актуальных задач качественного финансового управления проектами государственно-частного партнерства.

Практическая значимость диссертации состоит в возможности использования материалов диссертации при совершенствовании существующей системы взаимодействия государственного и частного секторов; разработке мероприятий по активизации инвестиционного потенциала и использованию механизма ГЧП для решения приоритетных социально-экономических задач; создании методических материалов реализации проектов государственно-частного партнерства; оптимизации работы институтов развития по финансовому и организационному сопровождению проектов ГЧП. Также материалы диссертационного исследования могут быть использованы в учебном процессе в ходе преподавания таких курсов как «Инвестиции», «Финансовый анализ», «Финансовый менеджмент», «Финансовое планирование», а также в рамках других курсов по дисциплинам, затрагивающим взаимодействие государственного и частного капитала в процессе инвестиционной деятельности.

**Апробация работы.** Основные положения диссертационного исследования обсуждались на международной научно-практической конференции «Электронная коммерция



2011: управление цепями поставок» (Санкт-Петербург, 2011); на международной конференции молодых ученых-экономистов «Предпринимательство и реформы в России» (Санкт-Петербург, 2011); на научно-практической конференции молодых ученых-экономистов «Инвестиционный климат: влияние на экономику» (Санкт-Петербург, 2012); на международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика»; на научно-практической конференции молодых ученых-экономистов «Интеграционные процессы: влияние на экономическое развитие» (Санкт-Петербург, 2013); на конференции молодых ученых-экономистов «Предпринимательство и реформы в России» (Санкт-Петербург, 2013).

**Публикации.** По теме диссертационного исследования автором опубликованы 9 работ общим объемом 3 усл.п.л. (авторских – 3 усл.п.л.), в том числе в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки России 3 статьи общим объемом 1,6 усл.п.л. (авторских– 1,6 усл.п.л.).

**Структура диссертационного исследования.** Диссертация состоит из введения, трех глав, восьми параграфов, заключения, библиографического списка и восьми приложений. Основное ее содержание изложено на 133 страницах печатного текста и включает 23 таблицы, 4 схемы и 2 диаграммы.

## **Глава 1. Теоретические аспекты формирования и развития государственно-частного партнерства**

### **1. Экономическое содержание и основные принципы функционирования государственно-частного партнерства.**

Финансирование инфраструктуры способствует социально-экономическому развитию страны, однако при этом возникают определенные трудности, наиболее важными из которых являются крупные финансовые риски, а также сложность и неопределенность, присущие крупным инфраструктурным проектам. Большинство инфраструктурных объектов находятся в ведении региональных и муниципальных властей, для которых проблема нехватки бюджетных средств особенно актуальна. Более того, уровень бюджетной обеспеченности значительно различается от региона к региону, и если одни регионы имеют возможность финансировать инфраструктуру, то в других регионах бюджетных средств не всегда хватает на ее текущее поддержание, не говоря уже о модернизации, в которой нуждаются очень многие инфраструктурные объекты.

Актуальные задачи в области инфраструктуры могут решаться за счет привлечения в процесс инвестирования частного капитала. Сотрудничество государства и частного сектора в реализации конкретных социально-экономических программ инвестиционных проектов может осуществляться в формах взаимодействия, обычно обозначаемых за рубежом термином «Public-Private Partnership» (PPP), а в России дословно переведенным как «государственно-частное партнерство» (ГЧП).

Необходимо отметить, что в настоящее время в России, как и в мире, не существует однозначного понимания и толкования термина ГЧП. Поэтому экономисты и политики интерпретируют данный вид финансово-хозяйственных отношений исходя из собственного понимания. Кроме того, некоторые эксперты принципиально используют термин «частно-государственное партнерство» (ЧГП), возможно, для того, чтобы подчеркнуть ведущую роль частного сектора в таких проектах. Но мы считаем, что исходя из смысла партнерства государства и частного бизнеса, для России более справедливым является термин «государственно-частное партнерство», который четко определяет приоритетную роль государства.

Анализ литературы позволяет все толкования термина государственно-частного партнерства объединить двумя подходами. «Широкий» подход рассматривает определение ГЧП с позиции различных вариантов партнерства государства и бизнеса без четкого распределения прав и обязанностей.

Например, весьма общую дефиницию государственно-частному партнерству дает Всемирный банк, определяя его как соглашения между государственным и частным секторами, в результате которых часть услуг, которые подпадают под обязанности государственного сектора и выполняются частным сектором с целью предоставления инфраструктурных и / или государственных услуг [170].

В основе более «узкого» понимания лежит проектное финансирование и отделение проектов государственно-частного партнерства от других инструментов, например, таких как прокьюремент или государственная приватизация, а также определение конкретных условий взаимодействия власти и бизнеса — компенсация затрат, распределение прав собственности, рисков, обязательств, компетенций.

Примером «узкого» подхода является определение, данное в проекте федерального закона «О государственно-частном партнерстве», где под государственно-частным партнерством понимается долгосрочное взаимовыгодное сотрудничество публичного и частного секторов, «достигаемое посредством разделения рисков и привлечения частных ресурсов» [20].

Другая плоскость рассмотрения сути ГЧП связана с экономической точкой зрения и с точкой зрения государственной политики и управления. Согласно экономическому подходу к определению, государственно-частное партнерство довольно часто рассматривают как косвенную приватизацию. Так, в своей работе Варнавский В. Г. интерпретирует государственно-частное партнерство как «особую, но вполне полноценную замену приватизационных программ, которая, с одной стороны, позволяет реализовать потенциал частнопредпринимательской инициативы, а с другой — сохранить контрольные функции государства в социально значимых секторах экономики» [27]. Так как понятие полноценности не раскрыто, то данное определение можно отнести к более «широкому» подходу.

Согласно точки зрения государственной политики и управления к определению, государственно-частное партнерство находится на границе отношений публичного и частного секторов, не являясь институтом национализации или приватизации, и представляет собой механизм оптимизации исполнения государством своих обязанностей перед обществом, а именно бесперебойного предоставления общественных благ [138].

Рассмотрев различные точки зрения, мы принимаем за основу более «широкий» подход к трактованию государственно-частного партнерства, как особой формы взаимодействия публичного и частного сектора не только в экономике и политике, но и других сферах общественной жизни, в том числе здравоохранении, науке, культуре. При этом мы поддерживаем принятое за рубежом толкование ГЧП как любых форм партнерства

государства и частного сектора [125]. Но при этом считаем необходимым разграничивать понятие государственно-частного партнерства и других схожих форм взаимодействия. К примеру, обслуживание объекта инфраструктуры частным сектором, при котором не требуются крупные инвестиции в активы (и, следовательно, нет необходимости в инвестициях частного сектора), подпадает скорее под категорию государственного аутсорсинга, нежели государственно-частного партнерства. Однако граница между ними не является такой очевидной, так как обслуживание зачастую ассоциируется со строительством объекта инфраструктуры.

Проанализировав основные подходы к интерпретации сущности государственно-частного партнерства, остановимся на существующих определениях.

Так, Коровин Е. дает определение государственно-частного партнерства как «средне- или долгосрочного сотрудничества между публичным и частным секторами, в рамках которого решаются политические задачи посредством объединения опыта и экспертизы сторон, а также разделения финансовых рисков и выгод» [82].

По мнению Хабриевой Т. Я., государственно-частное партнерство представляет собой один из прогрессивных механизмов реализации планов, заявленных в Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации [56].

Государственно-частное партнерство - способ решения системных проблем развития (неразвитость инфраструктуры, энергетики, жилищно-коммунального хозяйства и других проблемных отраслей); снижения бюджетных затрат за счет привлечения средств частных инвесторов; повышения качества и эффективности работ и услуг; увеличения поступлений от налогов и других выплат в бюджет; повышения инвестиционной и инновационной активности; возможность разделить риски. Согласно исследованию американского ученого П. Розенау, государственно-частное партнерство возникло как юридическая форма кооперации, которая может элиминировать провалы как рынка, так и государства, и совместить лучшие качества обеих сторон таким образом, что получится синергетический положительный эффект [155]. По мнению О. Вильямсона, не все особенности конкретных работ по выполнению контрактов между государством и бизнесом могут быть конкретизированы в наиболее широко используемых типах договоров между участниками рынка, поэтому государство вынуждено прибегать к новой форме взаимодействия с предпринимательским сектором [161]. Необходимо отметить, что в такой постановке государственно-частное партнерство действительно может служить эффективным инструментом перераспределения рисков проекта.

Авторы из Нидерландов В. Хаам и Дж. Копенхам определяют государственно-частное партнерство как продолжительную кооперацию между участниками частного и государственного секторов, позволяющую им совместно разрабатывать продукты и услуги, а также распределять риски, издержки и ресурсы, связанные с предоставлением этих продуктов и услуг [160]. Данные определения наглядно показывают, что не столь существенно, кто является инициатором - государственный орган власти или предпринимательский сектор. Главное заключается в том, что преференции от такого взаимодействия имеют обе стороны.

Альтернативную точку зрения представляют С. Линдер [145] и Е. Савас [156], которые полагают, что термин государственно-частное партнерство используется как словесная эквилибристика, целью которой является скрытие истинных целей, таких как приватизация и работа по контракту, а также стремление вовлечь частные предприятия в процесс предоставления общественных благ за счет государственных средств.

Австралийский ученый Г. Ходж указывает в своей статье, что государственно-частное партнерство может быть представлено в четырех вариантах, и определение этого процесса – задача нетривиальная, как может показаться на первый взгляд. По его мнению, ГЧП может трактоваться как: следующая ступень в истории приватизации; попытка лучше определить и измерить эффективность государственного сектора; схема поддержки бизнеса в кризисные времена; языковая игра, выдуманная юристами, консультантами и брокерами для получения большей комиссии [141]. Но, к сожалению, он не субординирует свои подходы, не выделяет главного.

Довольно распространенной является точка зрения на сущность государственно-частного партнерства как на контрактное соглашение между государственным агентом и частным сектором, которое позволяет последнему участвовать в создании общественных благ [74]. То есть это форма взаимодействия государства и бизнеса, предусматривающая использование финансовых, управленческих и технических ресурсов частного сектора для достижения задач, поставленных государством.

Основываясь на представленных позициях ученых, мы пришли к выводу, что не существует однозначного мнения по поводу того, кому больше выгод приносит данный вид партнерства. Анализ реализуемых проектов ГЧП в России и за рубежом привел к тому, что так как государственно-частное партнерство охватывает большой спектр отношений, то выгоды от такой формы взаимодействия могут быть весьма разнообразными.

Основные преимущества использования механизмов ГЧП для **государственного партнера** состоят в том, что он получает:

- возможность привлекать частные инвестиции, распределяя риски и обязательства между партнерами;
- возможность привлекать компетенции частного бизнеса для решения государственных и муниципальных задач, оказания государственных и муниципальных услуг;
- возможность выбирать частного партнера, планировать и контролировать результаты его деятельности;
- возможность передать права на оказание публичных услуг частному партнеру, при этом частный партнер создает и использует имущество, которое по окончании срока реализации проекта ГЧП перейдет государству;
- возможность получить дополнительные налоговые поступления в бюджеты всех уровней государственной и муниципальной власти;
- возможность увеличить объем валового регионального продукта.

Преимущества использования механизмов ГЧП для **частного партнера**:

- возможность получения частным сектором долгосрочных проектов со стабильным рынком и гарантиями государства;
- возможность минимизации рисков давления государства на бизнес частного инвестора, так как правила игры между партнерами оговариваются до начала реализации проекта;
- возможность увеличения рентабельности проектов за счет повышения производительности труда и внедрения инновационных решений во время срока действия соглашения о государственно-частном партнерстве.

Основными характерными признаками государственно-частного партнерства являются:

- а) длительный срок договора;
- б) перенос рисков на частный сектор;
- в) платежи за пользование объектом на протяжении всего договора ГЧП осуществляются публичным сектором или конечными пользователями;
- г) объект находится с самого начала или передается в собственность государству по истечению договора о ГЧП.

Одним из основных критериев государственно-частного партнерства, который отличает его от таких форм взаимодействия государства и бизнеса, как аренда или поддержка предпринимательства в условиях финансового кризиса, является длительность периода отношений (для России 10-15 лет). К примеру, в ноябре 2008 года были предприняты такие меры по поддержке отечественных производственных предприятий как субсидирование,

направленное на поддержку выплат по лизинговым платежам, помощь предприятиям в выкупе их облигационных займов, субсидирование лизингополучателя до 60% ставки рефинансирования ЦБ, авансирование государственных закупок на 70 — 80% [121]. Данные меры не являются партнерством публичного и частного секторов, а представляют собой часть программы по стимулированию деятельности производственных предприятий.

Рассмотренные выше подходы к определению государственно-частного партнерства отражены в научной литературе. Однако целесообразно также учитывать точку зрения независимых финансовых организаций, которая имеет выраженную практическую направленность.

По определению Европейского инвестиционного банка, ГЧП - общий термин для отношений между предпринимательским сектором и структурами государственного сектора с целью привлечения ресурсов и кадрового потенциала частного сектора для оказания помощи в производстве общественных благ и услуг [159]. Таким образом, под данное определение подпадают как неформальные объединения, так и официальные совместные предприятия.

Можно согласиться с точкой зрения Д. Гримси и М. Льюиса [139], отсутствие четкого определения ГЧП может быть вызвано неопределенностью положения данного вида партнерства как промежуточного между традиционными государственными закупками и приватизацией. Ошибочно считать бизнес-проекты формой государственно-частного партнерства, если в рамках этих проектов реализуются услуги только предпринимательским сектором без какой-либо поддержки государства, но в нетрадиционной для бизнеса сфере. Многие механизмы взаимодействия государства и бизнеса являются обычным контрактом на лизинг, соглашением по аутсорсингу ресурсов, совместным предприятием, что является скорее дополнением, а не одной из форм ГЧП, как это часто упоминается в СМИ, аналитических обзорах рейтинговых агентств, научных трудах российских авторов. Основными критериями для отнесения той или иной формы взаимодействия государства и частного сектора к государственно-частному партнерству являются уровень переноса риска на предпринимательский сектор, право собственности на возведенный объект, срок договора на право получения доходов от построенного объекта.

Таким образом, сложно дать однозначное определение тому, что сегодня в России собой представляет ГЧП. В различных литературных источниках довольно часто приводится определение Варнавского В.Г., который трактует государственно-частное партнерство как «стратегический, институциональный и организационный альянс между государством и бизнесом в целях реализаций общественно значимых проектов в широком спектре

деятельности - от базовых отраслей промышленности и НИОКР до оказания общественных услуг» [27].

Во избежание двойственности трактовок данного определения, таких как включение неформальных объединений, необходимо дополнить его следующими важными характеристиками:

- совместная деятельность, организованная для осуществления какого-либо проекта через контрактный договор или венчурное предприятие;
- проект финансируется полностью или частично за счет частного партнера;
- государственный сектор получает доступ к управленческим ресурсам и экспертам частного сектора, обеспечивающим в итоге оптимальное соотношение цены и качества;
- платежи за услуги (например, плата за проезд по платной дороге), осуществляются государственным органом или конечными пользователями;
- оплата частному сектору организована таким образом, чтобы стимулировать частный сектор на оказание требуемых услуг;
- государственно-частное партнерство - это долгосрочное сотрудничество, длящееся 25 - 30 лет;
- риски между сторонами распределены таким образом, чтобы для каждой из участвующих сторон сложность в управлении данным риском была меньшей, чем, если бы этот риск несла другая сторона. В случае инфраструктурного проекта дизайн, строительство и операционные риски переложены на частное предприятие, а остальные риски распределены между сторонами.

Указанные характеристики вполне отражают реалии российской действительности, за исключением продолжительности периода сотрудничества. В России таковыми можно назвать проекты порядка 10 - 15 лет, тогда как 25 - 30 лет — большая редкость для России в силу высокого странового и политического риска, а вопрос распределения рисков в России также имеет свою специфику и во многом зависит от отрасли реализации проекта.

В законах субъектов Российской Федерации также существуют различные дефиниции ГЧП, которые демонстрируют специфику понимания данного механизма региональными органами государственной власти.

Исходя из принятой нами расширенной трактовки государственно-частного партнерства и некоторую ограниченность вышеприведенных определений экономической сферой, сформулируем обобщенную дефиницию понятия ГЧП. Государственно-частное партнерство представляет собой долгосрочное сотрудничество между государством и



бизнесом с целью решения общественно значимых задач на национальном, региональном и местном уровнях, при котором основная доля риска и ответственность за проектный менеджмент ложится на частную компанию, а оплата за пользование объектом осуществляются административными органами или конечными пользователями.

Необходимо отметить, что цели государственно-частного партнерства не ограничиваются чисто финансовыми вопросами, но включают в себя необходимость вовлечения современных технологий, ноу-хау, эффективного менеджмента частного сектора в инфраструктуру.

Данное определение охватывает проекты, которые нацелены как на создание новых активов (в том числе и нематериальных), услуг, так и на совершенствование уже существующих. Оно может включать как проекты, при которых частная компания получает платежи только от пользователей данным активом/услугой, так и проекты, при которых оплата частично или полностью производится государством.

Для реализации государственно-частного партнерства характерны следующие принципы:

- *принцип общественной значимости* (удовлетворение общественных интересов (социальная эффективность) при условии максимизации коммерческих интересов (экономическая эффективность));
- *принцип срочности проекта* (соблюдение сроков строительства, возврата заемных средств, окупаемости инвестиций и партнерства в целом);
- *принцип доверительного управления* (механизм перераспределения прав собственности, порядок расчета между сторонами и алгоритм разделения ответственности и рисков на всех этапах партнерства);
- *принцип прозрачности* (обеспечение обратной связи пользователей услугами с частными компаниями и государственными органами, контролирующими их работу).

Государственно-частные партнерства имеют особое значение для региональной экономики, способствуя развитию местных рынков капитала, товаров и услуг. Однако интересы государства и бизнеса могут не просто не совпадать, но и быть противоречивыми, поэтому заключению договора о партнерстве должны предшествовать переговоры сторон, балансирующие эти интересы и цели проектов.

Каждая из сторон обеспечивает свой вклад в общий проект государственно-частного партнерства. Частный партнер предоставляет: финансовые ресурсы, профессиональный опыт, эффективный менеджмент, гибкость и оперативность в принятии решений, инновационные и технологические ресурсы, компетенции, ноу-хау и т.д. Участие бизнеса в совместных

проектах обычно сопровождается внедрением более эффективных методов работы, информационных систем, технологий, отлаженных форм организации производства, созданием новых предприятий, в том числе с иностранным капиталом, налаживанием эффективных логистических связей с поставщиками и подрядчиками.

В свою очередь сторона органа власти в проектах государственно-частного партнерства обеспечивает правомочия собственника, возможность налоговых и иных льгот, гарантий, преференций, а также получение некоторых объемов финансовых ресурсов. При необходимости как главенствующий субъект и основной регулятор государство имеет право на перераспределение ресурсов от производственных программ на социальные цели (здравоохранение, образование, наука, культура). Помимо улучшения социально-экономического климата и повышения инвестиционного рейтинга страны это положительно сказывается на партнерских проектах. Кроме того, государственно-частное партнерство помогает государству исполнять свои основные функции, такие как контроль, регулирование и соблюдение общественных интересов. Из этого следует, что с развитием инструмента государственно-частного партнерства в сфере инфраструктуры акценты деятельности государства могут смещаться от конкретных проблем строительства и эксплуатации объектов на административно-контрольные функции. И немаловажно в связи с этим то, что неизбежные предпринимательские риски перераспределяются в сторону частного сектора. Социальная значимость ГЧП заключается в том, что в конечном итоге выигрывает общество как глобальный потребитель более качественных услуг.

Инструмент государственно-частного партнерства может применяться для реализации проектов, как уже отмечалось, в различных отраслях экономики, в основе выбора проектов ГЧП для конкретных областей лежат политические причины. Как показано на рисунке 1.1, наибольший объем составляют проекты ГЧП в сферах энергетики, телекоммуникаций и транспорта, что справедливо и для России. Тем не менее, в России успешно стартовали проекты и в социальной сфере, например, взаимодействие ОАО «РЖД» и государства в сфере здравоохранения [22].

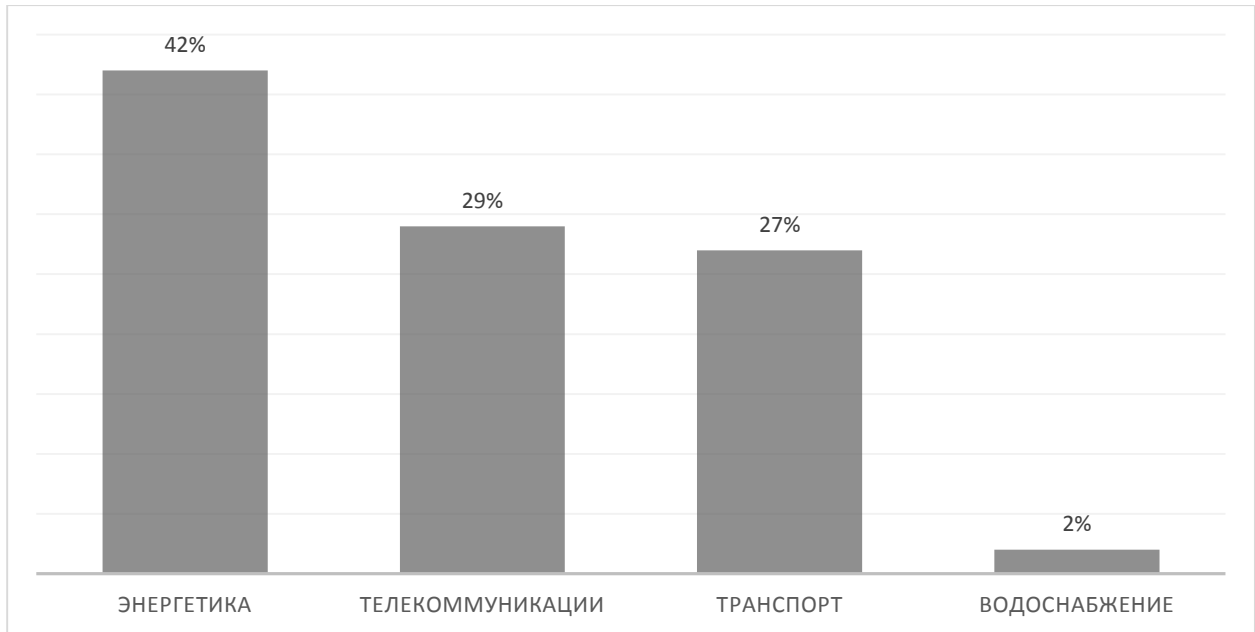


Рисунок 1.1. Секторный анализ ГЧП в мире за 2008-2012 гг.

Источник: Всемирный Банк

Как видно из таблицы 1.1, финансирование проектов ГЧП стороной частного сектора в основном превышает 50%. Это является свидетельством высокой степени интереса бизнеса к таким проектам. Важную роль в финансировании проектов государственно-частного партнерства играет Инвестиционный фонд РФ, который с момента создания одобрил 55 проектов, из них 16 имеют общегосударственное значение, 39 - региональные инвестиционные проекты. Их общая стоимость составляет более 1 трлн. 264 млрд. рублей, из них средства Инвестфонда - 301 млрд. рублей. В 2013 году в проекты, реализуемые при финансовой поддержке Фонда, было привлечено свыше 57 млрд. рублей средств частных инвесторов, а освоение бюджетных средств составило около 25 млрд. рублей [119].

Таблица 1.1. Крупнейшие российские проекты ГЧП

Название проекта	Общая стоимость проекта, млрд. руб.	Источники финансирования, %		
		Инвестиционный фонд РФ	Региональный бюджет	Частные инвестиции
Создание, реконструкция и эксплуатация объектов, входящих в состав имущества <b>аэропорта «Пулково»</b>	55,8	0	0	100
Комплексная программа строительства и реконструкции объектов водоснабжения и водоотведения г. Ростова-на-Дону и юго-запада Ростовской области	37,125	18	16	66
Создание и эксплуатация автомобильной дороги <b>«Западный скоростной диаметр»</b>	212,7	24	25	51
Проектирование, строительство и эксплуатация <b>Орловского тоннеля</b> под р. Невой в Санкт-Петербурге	31,673	33	32	35
Строительство <b>скоростной дороги</b> Москва - Санкт-Петербург на участке 15 - 58-й км	54,933	47	0	53
Строительство нового выхода на Московскую кольцевую автодорогу с федеральной автомобильной дороги М1 (Москва - Минск)	17,257	58	0	42
Комплексное развитие Нижнего Приангарья	213,915	16	0	84
Строительство комплекса нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов в Нижнекамске	130,297	29	0	71

Источник: составлено автором

В России понятие государственно-частного партнерства в законодательстве впервые появилось в Законе Санкт-Петербурга «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах», на основе которого в настоящее время осуществляются два крупных проекта: развитие аэропорта «Пулково» и строительство Западного скоростного диаметра. 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.).

## 2. Формы и модели государственно-частного партнерства.

В России механизм государственно-частного партнерства, как взаимодействие государства и бизнеса с целью решения проблем социально-экономического развития, не является новационным. Например, в 1920-е годы в период дефицита общественных ресурсов

для создания инфраструктур удаленных территорий в Советском Союзе активно использовались концессионные соглашения с иностранными компаниями.

Основной целью государственно-частного партнерства является формирование и реконструкция и строительство энергетических, транспортных, туристических сетей, общественных больниц, школ и т.д. Мировые потребности в содержании данной инфраструктуры оцениваются в триллионы долларов ежегодных инвестиций. Весьма очевидной является невозможность поддержания инфраструктуры исключительно за счет бюджетных средств. Таким образом, современные государства все чаще используют различные формы партнерства с предпринимательским сектором.

В первое десятилетие XXI века проекты государственно-частного партнерства в Великобритании, которая является одним из наиболее развитых государств в области ГЧП, обеспечивали 17% экономии государственного бюджета. В Канаде 20% всей новой инфраструктуры разработано, построено и управляется частным сектором, а во Франции два основных оператора ГЧП обеспечивают 60% переработки отходов, 62% водоснабжения и 75% городского центрального отопления страны [76].

По уровню развития рынка государственно-частного партнерства Россия занимает последнее место среди ведущих стран мира [71]. Бразилия, Индия, Китай также демонстрируют довольно низкий уровень активности по развитию ГЧП, несмотря на мировое лидерство по показателям экономического роста. Как и в России, разнообразие различных инструментов финансирования проектов ГЧП в этих странах достаточно скудно, однако степень государственного контроля значительно выше.

Причина отставания может заключаться в том, что в России государственно-частное партнерство выступает не инструментом частной финансовой инициативы и, соответственно, не частью инвестиционного рынка, а механизмом вовлечения государством бизнеса в те сферы и проекты, где сложно говорить о быстрой отдаче, и где весьма высоки риски. То есть, ГЧП изначально рассматривается как способ оживить те рынки, где частная инициатива близка к нулю.

Разработка проектов ГЧП потребовала внедрения в российскую практику управления механизмами согласования интересов государства и бизнеса, привлечения к реализации проектов коммерческих банков с их специфической ориентацией на возвратность вложенных средств и доходность.

Роль банков в реализации проектов государственно-частного партнерства не сводится только к осуществлению платежей и расчетов между участниками проекта. Банки мобилизуют финансовые ресурсы в форме кредитования, либо участвуют в заимствованиях участников на

рынке капитала. В России, по оценкам экспертов [94] участие банковского сектора в ГЧП достаточно слабо реализуется, хотя и содержит в себе значительный потенциал. Это во многом объясняется относительной новизной института ГЧП в России и, соответственно, наличием нерешенных вопросов в области организации и ведения проектов как государственными органами власти, так и коммерческими банками.

Проекты ГЧП часто финансируются в соответствии с приведенной ниже схемой, хотя источники ресурсов могут быть структурированы и по-другому (см. рис. 1.2). Как правило, со стороны публичного партнера подписывается долгосрочный договор с консорциумом частного сектора, которым создается специальная проектная компания (Special Purpose Vehicle / SPV). В данной форме контрактных отношений ответственность за предоставление общественных услуг, включая проектирование, строительство, ремонт и обслуживание активов, несет специальная проектная компания, которая в свою очередь, помимо договора государством, заключает договоры о строительстве и техническом обслуживании. Со стороны частного сектора, как правило, формируется группа компаний, состоящая из строительной компании, компании, отвечающей за обслуживание и эксплуатацию, а также лендеров (банков, лизинговых компаний). Контракты, субконтракты и соглашения о предоставлении кредита в мировой практике принято подписывать в одно время. Лендеры также могут заключать прямые соглашения с органами власти и с субконтракторами, предоставляющие им право вмешиваться в реализацию проекта в случае дефолта.



Рисунок 1.2. Структура финансирования проектов государственно-частного партнерства.

Источник: Составлено автором

При выборе формы взаимодействия с государством инвестору необходимо провести анализ существующих возможностей, а также выстроить оптимальную модель реализации инвестиционного проекта в рамках ГЧП.

В научной литературе встречаются различные классификации форм государственно-частного партнерства. Варнавский В.Г., например, относит к формам ГЧП различные контракты, которые государство заключает с частными компаниями: «выполнение работ и оказание услуг; поставка товаров и услуг для государственных нужд; техническая помощь; арендные (лизинговые) отношения, возникающие в связи с передачей в аренду частному сектору государственной собственности» [66]. Другие исследователи данной области идут дальше простого перечисления и выделяют базовые модели государственно-частного партнерства, основываясь на принципах распределения собственности, финансирования и управления между участниками, выделяя модели: оператора, кооперации, концессии, договорную и лизинга [108].

Во многих научных трудах прослеживается тенденция систематизации форм государственно-частных партнерств исходя из доли собственности и доходов государства и обосновывается следующая классификация: «сервисные контракты (контракты на выполнение работ и оказание общественных услуг, поставку товаров и услуг для государственных нужд, контракты технической помощи), управляющие контракты (контракты на обслуживание объекта, на управление объектом, договоры «под ключ»); аренда и временная передача прав (лизинговые, инвестиционные контракты, СРП); концессионные соглашения, а также акционирование, долевое участие частного капитала в государственных предприятиях (совместные предприятия)» [72].

Научная значимость рассмотренных ранее исследований в сфере ГЧП заключается в предоставлении возможности упорядочивать формы и инструменты партнерского взаимодействия. Классификация форм способствует выбору оптимальной модели, определению ролей партнеров в реализации проектов, а также выявлению недостатков правового регулирования государственно-частного партнерства.

Белицкая А. В. в своих научных трудах утверждает, что классификация форм государственно-частного партнерства проводится не только в экономической литературе [30]. В рамках социально-культурной политики к государственно-частному партнерству относят такие формы, как «доверительное управление историко-культурными комплексами и недвижимостью сферы культуры (зданиями музеев, библиотек, театров и т. п.); безвозмездную передачу частному бизнесу объектов культурного наследия и культуры, находящихся в аварийном или руинированном состоянии с обеспечением их реставрации или капитального

ремонта за счет средств последних; проведение творческих конкурсов; охрану авторских и смежных прав; создание частными инвесторами электронных библиотек, музеев, архивов и другие» [65]. В то время как в области науки отдельно выделены «внебюджетные отраслевые и межотраслевые фонды поддержки научной и научно-технической деятельности» [105]. В сфере образования выделяют форму, при которой объектом управления, на который направлены инициативы партнерства, выступает организация или отдельное ее структурное подразделение, и программно-проектную форму, при которой объектом управления является программа или проект [32].

Довольно нестандартную классификацию форм государственно-частного партнерства приводит Губанов И. А., разделяя на три группы: «императивные – для появления таких форм сотрудничества требуется волеизъявление государства и утверждение правоотношений в данной форме распорядительным нормативным правовым актом; смешанные – инициатива воздействия принадлежит любому субъекту правоотношений, но для возникновения правовой конструкции требуется принятие специального акта государства; диспозитивные – данные формы подчинены нормам гражданского права, в случае участия в таких формах партнерства государство выступает в качестве равноправного члена. В некоторых случаях принятие правового акта требуется только для закрепления выбранной формы взаимоотношений» [73]. Нам представляется, что данная классификация не существенна в научном плане, поскольку то, от кого исходит инициатива, не является наиболее значимым фактором при определении формы ГЧП.

Как утверждает Лысихина О. И. в своей работе, правовая форма осуществления государственно-частного партнерства должна отвечать двум основным требованиям: обеспечение безопасности вложения средств для инвестора и способность достижения основной цели проекта, а именно совершенствование той сферы экономики, которая стратегически важна для государства [86].

Эксперты выделяют также такое понятие, как «ГЧП-институты».

ГЧП-институтами в России являются Внешэкономбанк, Инвестиционный фонд РФ, государственные корпорации (например, ОАО «РЖД») и другие. Каждый из этих институтов способствует развитию приоритетных отраслей российской экономики, с одной стороны, а с другой – росту определенных возможностей для частных компаний.

Рассмотрим основные институты государственно-частного партнерства более детально.

**Внешэкономбанк (ВЭБ)** - это государственная корпорация, основными задачами которой являются создание условий для экономического роста и стимулирование инвестиций.



С принятием в 2007 году закона «О банке развития» главным направлением деятельности Внешэкономбанка стало финансирование крупных инвестиционных проектов, которые по тем или иным причинам не могут быть реализованы за счет коммерческих банков. Согласно меморандуму о финансовой политике, Внешэкономбанк кредитует проекты стоимостью более 2 млрд рублей и срок кредита при этом должен превышать 5 лет [19].

Внешэкономбанк может выступать кредитором или гарантом для получения кредитов в коммерческих банках в инфраструктурных проектах. Также ВЭБ может сыграть ключевую роль в процессе внедрения и развития в России инструмента инфраструктурных облигаций, который весьма успешно используется западными странами с наиболее развитым институтом ГЧП. Так, инвестор или проектная компания после завершения строительства инфраструктурного объекта под гарантии Внешэкономбанка могут эмитировать инфраструктурные облигации. Средства, генерируемые эмиссией, могут использоваться для погашения обязательств.

Кроме того, Внешэкономбанку переданы полномочия координатора по проектам, финансируемым за счет привлечения средств Инвестиционного фонда РФ, а также возложены функции инвестиционного консультанта.

Очевидно, что наметившиеся приоритеты реализации проектов государственно-частного партнерства за счет финансирования Внешэкономбанком происходит по следующим причинам: с одной стороны, ВЭБ располагает большими ресурсами для реального структурирования, администрирования и оценки проектов государственно-частного партнерства, а с другой — является государственной корпорацией развития.

**Инвестиционный фонд РФ** — государственный финансовый фонд Российской Федерации, целью которого является софинансирование инвестиционных проектов. В соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации: средства, предусмотренные в федеральном бюджете Российской Федерации, подлежащие использованию в целях реализации инвестиционных проектов [3].

Одним из главных недостатков финансирования проектов государственно-частного партнерства является длительность процедуры получения средств (в среднем около года), а также сложная структура подготовки и подачи заявки.

На наш взгляд, эти трудности преодолимы при детальной проработке заявки и прочей проектной документации - самостоятельно или при содействии консалтинговых компаний.

**Венчурные фонды** – инвестиционные фонды, ориентированные на работу с инновационными предприятиями и проектами и осуществляющие инвестиции в ценные бумаги или доли предприятий с высокой или относительно высокой степенью риска в

ожидании чрезвычайно высокой прибыли. Как правило, 70-80% проектов не приносят отдачи, но прибыль от оставшихся 20-30% окупает все убытки. Кроме того, они предлагают ряд дополнительных услуг [47]: наставничество, альянсы, упрощение выхода из дела.

В настоящее время в Российской Федерации используется несколько основных инструментов (форм) государственно-частного партнерства.

По источникам финансирования инструменты (формы) государственно-частного партнерства можно условно разделить на [78]:

- бюджетное инвестирование (федеральные целевые, федеральные адресные инвестиционные программы, особые экономические зоны);
- бюджетное финансирование (сервисные контракты, контракты жизненного цикла);
- частное инвестирование (концессионные соглашения, иные виды инвестиционных соглашений с условиями инвестирования со стороны частного сектора);
- смешанное финансирование (например, инвестиционные соглашения, реализуемые с участием средств Инвестиционного фонда РФ).

Особый класс инструментов образуют кредиты и иные финансовые инструменты Внешэкономбанка.

**Концессионные соглашения.** В настоящее время в России невозможно однозначно обозначить перспективы развития инструмента государственно-частного партнерства в форме концессионных соглашений. С одной стороны, государство заинтересовано в привлечении частного инвестора для модернизации инфраструктуры. Но тот инструментарий, который находится в распоряжении инвестора не позволяет реализовать потенциал всей отрасли. Одной из причин этого является ограничение роста тарифов без учета инвестиционной нагрузки, что лишает гарантии частного партнера получения платы за эффективное управление и фиксированного коммерческого дохода на осуществленные инвестиции. В качестве примера реализации концессионного соглашения в условиях низкой тарифной обеспеченности можно привести проект строительства объектов водопроводно-канализационного хозяйства в Краснодарском крае. В настоящий момент концессионное соглашение находится на стадии расторжения: на протяжении трех лет действия, тариф - единственный источник возврата инвестиций, не повышался, при этом инвестиционные обязательства частного инвестора по условиям соглашения не могли быть снижены или перенесены на поздний срок [97].

Другой проблемой является несовершенство правового поля для реализации инфраструктурных проектов по концессионной модели. В частности, большое количество ограничений по обеспечительскому пакету концессионного соглашения.

В настоящее время подготовлен ряд поправок в Федеральный Закон от 21.07.2005 N 115-ФЗ «О концессионных соглашениях», которые по замыслу Минэкономразвития должны расширить сферу применения концессионных соглашений. Поправки позволяют государству компенсировать затраты инвесторов (плата концедента) при строительстве и эксплуатации любых объектов, а не только автодорог. Такие платежи окупают вложения инвестора (концессионера) и его расходы на содержание объекта. Но, получая компенсацию от государства, концессионер будет не вправе оказывать услуги на платной основе, например, брать плату за проезд по дороге, следует из законопроекта [88]. Данная поправка является довольно ограничительной, ведь при ее буквальном прочтении закон запретит получать платежи за услуги даже в пользу государства, если соглашение предполагает плату концедента.

С другой стороны, концессионные соглашения являются формой, которая наиболее совместима с использованием инструмента инфраструктурных облигаций. Соответственно, при разработке нормативно-правовой базы для ввода в обращение инфраструктурных облигаций, и проявления интереса к данному виду ценных бумаг, механизм концессии может выглядеть более привлекательно.

В России на декабрь 2013 года действовало всего 79 концессионных проектов. Общий объем частных вложений по 71 проекту — 307 млрд руб. Лишь менее 10% объектов уже готовы и эксплуатируются [87].

Строительство платных дорог чаще всего осуществляется на основе концессий. В 2009 году специально была создана госкомпания «Автодор» — согласно ее программе до 2020 года инвестиции должны составить 1,3 трлн руб. (из них около 300 млрд руб. — частные). Концессии использует и Росавтодор. Есть и региональные проекты, в том числе крупнейшая автодорожная концессия — Западный скоростной диаметр в Санкт-Петербурге стоимостью около 213 млрд руб.

В мировой практике концессионные контракты реализуются при помощи различных моделей - *ВОТ*, *ВТО*, *ВООТ*, *РОТ*, *ВОМТ*, *ВОО* и прочих. Отличаются они объемом передаваемых частному партнеру правомочий собственности государственно-частного партнерства. Самыми распространенными являются [18]:

- **ВОТ** (*Build, Operate, Transfer* – *строительство, управление, передача*) - это классический вариант концессионного договора, по нему концессионер осуществляет

строительство и эксплуатацию объекта за свой счет и на свой риск. После истечения срока контракта и выхода на окупаемость вложенных средств объект возвращается государству.

- **ВТО** (*Build, Transfer, Operate* - *строительство, передача, управление*) – в таком договоре концессионер сразу после завершения строительства передает объект в собственность государства, а после этого осуществляет его эксплуатацию с целью возмещения издержек и получения прибыли в соответствии с договором. Объект находится в пользовании частного партнера, но без передачи права собственности.

- **ВООТ** (*Build, Own, Operate, Transfer* - *строительство, владение, управление, передача*). В данной модели ГЧП частный партнер имеет право не только пользоваться, но и иметь в собственности объект в течение срока договора, а по истечении этого срока обязан вернуть объект государству. В некоторых странах используется обратная форма ВООТ, при которой публичный сектор осуществляет финансирование и строительство объекта, после чего передает его в доверительное управление частному партнеру, который имеет право выкупить в свою собственность по истечении срока контракта.

- **ВОМТ** (*Build, Operate, Maintain, Transfer* – *строительство, управление, обслуживание, передача*) является модификацией модели ВОТ с акцентом на ответственности частного партнера за обслуживание и текущий ремонт объекта.

**Контракты жизненного цикла (КЖЦ)** – это альтернатива концессиям. Западные страны рассматривают контракты жизненного цикла (*Life Cycle Contracts / LCC*) как разновидность концессий. Однако, с точки зрения российского законодательства, КЖЦ не является концессией, так как плательщиком по контракту жизненного цикла выступает государство. Бизнес-партнер получает ежегодную прибыль только в том случае, если он поддерживает инфраструктурный объект на определенном уровне.

Для партнера со стороны государства выгоды от КЖЦ очевидны: объект инфраструктуры строится в более сжатые сроки, а бюджетные средства выплачиваются в рассрочку. В то время, как частный инвестор мотивирован тем, что все сэкономленные на разных этапах реализации проекта средства и все новейшие технологии, примененные при строительстве объекта, являются его собственностью [78]. Но пока данный инструмент также нуждается в совершенствовании законодательного регулирования.

**Сервисные контракты.** Соединяя в себе признаки концессии и правоотношения по договору подряда, сервисные контракты также можно рассматривать как своего рода альтернативу концессии. Сервисный контракт – это, как правило, договор на текущее обслуживание объекта на срок, равный периоду между капитальными ремонтами (обычно 5-10 лет) [91]. Основным отличием данной формы ГЧП от концессии заключается в том, что

государство осуществляет оплату по договору периодическими платежами. При этом оплата производится не в форме предоплаты, а после проведения работ, когда объект допущен к эксплуатации. Сервисные контракты широко применяются во многих европейских странах.

*Инфраструктурные облигации* до сих пор не могут использоваться как инструмент финансирования проектов государственно-частного партнерства в Российской Федерации. Как отмечалось ранее, в международной практике чаще всего выпуск инфраструктурных облигаций осуществляется концессионером в процессе реализации концессионного соглашения. Эмитировать инфраструктурные облигации также может специальная проектная компания, созданная в рамках концессионного или иного соглашения о государственно-частном партнерстве.

Денежные средства, полученные от выпуска инфраструктурных облигаций, используются как финансирование проектов государственно-частного партнерства. Как правило, вложение средств в инфраструктурные облигации осуществляется институциональными инвесторами (негосударственными пенсионными фондами, страховыми компаниями и др.). Срок обращения инфраструктурных облигаций зависит от периода строительства (реконструкции) и эксплуатации объекта инфраструктуры (обычно 15 - 25 лет). Выпуск инфраструктурных облигаций обеспечивается предоставлением государственных и банковских гарантий, страхованием рисков и др. [125]. В России Внешэкономбанк мог бы обеспечить гарантии для выпуска инфраструктурных облигаций.

Эмиссия инфраструктурных облигаций выгодна как для государства, так и для институционального инвестора, ведь данный финансовый инструмент обладает высокой степенью надежности.

В России для внедрения инструмента инфраструктурных облигаций необходимо изменение законодательства. Более того, многие эксперты весьма справедливо отмечают, что наряду с созданием нормативно-правовой базы для ввода инфраструктурных облигаций требуется также подготовка целевой аудитории, а именно институциональных инвесторов для обеспечения ликвидности рынка [94].

При необходимой законодательной базе инфраструктурные облигации в сочетании с другими формами государственно-частного партнерства могут сыграть существенную роль в ситуации экономического кризиса в условиях недостаточности бюджетных средств, а также низкой инвестиционной активности.

Инфраструктурные облигации получили широкое применение во многих странах, среди которых США, Австралия, Чили, Индия. В ряде этих стран инфраструктурные проекты

финансируются пенсионными фондами посредством выпуска инфраструктурных облигаций [107].

Как самостоятельный институт инфраструктурные облигации не регламентированы российским законодательством и представляют собой в настоящее время корпоративные облигации, выпускаемые эмитентом-концессионером с целью привлечения финансирования для реализации концессионного соглашения (строительство или реконструкция объектов инфраструктуры).

Индексированные в соответствии с инфляцией квазиинфраструктурные облигации – это проектные облигации, разновидность секьюритизированных долговых бумаг, чьи купонные платежи или номинальная стоимость корректируется по индекс-дефлятору. Они обеспечены сами собой, потоками наличности от реализуемых проектов, под которые они выпускаются. Это аналог активно развивающихся сегодня инфраструктурных облигаций.

Инвестирование в облигации, обеспеченные поступлениями, обладает такими преимуществами для частных инвесторов, как сниженная налоговая нагрузка по доходам от облигаций и значительное снижение юридических рисков, связанных со статусом эмитента, выпуском облигаций и использованием привлеченных средств [99]:

- доходы по облигациям, обеспеченным поступлениями, не облагаются налогами;
- значительное снижение юридических рисков происходит благодаря законодательному закреплению основных элементов структуры сделки:
  - право эмитента и выпуск облигаций;
  - предоставление поступлений от инфраструктурного объекта в качестве обеспечения;
  - целевое использование поступлений от инфраструктурного объекта в качестве обеспечения.

***Инфраструктурные депозиты.*** Несмотря на то, что коммерческие банки осуществляют наилучшую экспертную оценку инвестиционных проектов, как правило, способны предоставить лишь краткосрочную или среднесрочную ликвидность. Тем не менее, коммерческие банки способны привлекать инвестиции и направлять ликвидность в долгосрочные проекты, например, путем финансирования строительной фазы проектов, через инфраструктурные депозитные счета. В России данный механизм не получил должного развития, в то время как в ряде развитых стран широко используется. Такие депозиты получают государственную гарантию для вложения в ГЧП-проекты.

***Особые экономические зоны (ОЭЗ)*** - определяемые Правительством Российской Федерации как части территории Российской Федерации, на которых действует особый режим

осуществления предпринимательской деятельности [15]. Данный инструмент государственно-частного партнерства имеет следующие характерные черты:

- Государство берет на себя обязательства по строительству инфраструктуры ОЭЗ;
- Государство предоставляет резидентам ОЭЗ налоговые и таможенные льготы, а также другие преференции, предусмотренные законодательством РФ;
- Государство создает благоприятный режим администрирования;
- Государство гарантирует защиту от неблагоприятных изменений в законодательстве.

К сожалению, в рамках существующего законодательства РФ в области государственно-частного партнерства невозможно использование большинства весьма перспективных форм государственно-частного партнерства, активно применяющихся в высокоразвитых странах Западной Европы и Северной Америки. На практике довольно редко реализуются проекты ГЧП, в которых одной из сторон выступает госкомпания. Тем не менее, после принятия федерального закона об основах государственно-частного партнерства может быть введена такая модель реализации проектов государственно-частного партнерства, при которой со стороны публичного партнера договор будет осуществляться госкомпанией, а со стороны частного - специальной проектной компанией с государственным участием. При этом планируется привлечение частных инвестиций в проект, а также предприятия-исполнители для выполнения контрактных обязательств.

В связи с принятием Федерального закона о ГЧП по решению Правительства РФ или высшего органа исполнительной власти субъекта Федерации (в случае реализации регионального проекта) со стороны публичного партнера сможет также выступать компания с государственным акционерным капиталом больше 51%, а также госкомпания, госкорпорация и государственные унитарные предприятия (ГУПы). В то время, как в качестве частного партнера - компания или предприятие с государственным акционерным капиталом менее 51%. В данной модели предполагается доля финансового участия частного инвестора более 50%. Следовательно, один инфраструктурный проект, реализуемый на принципах государственно-частного партнерства, может включать государственные компании по обе стороны контракта. При такой форме реализации проекта ГЧП государственная компания вместе с частным партнером при участии государства на стороне частного партнера создают специальную проектную компанию.

Мы считаем, что данная модель государственно-частного партнерства является востребованной в экономической ситуации, сложившейся в России на сегодняшний день,

когда так остро стоит проблема нехватки финансирования в инфраструктуру. Ведь при долевом участии госзаказчика в SPV для государства становится проще финансировать данный проект. SPV обеспечит возможность беспрепятственного привлечения инвестиций для предприятия, потому что при предоставлении средств проектной компании будет учитываться фактор, что в ней присутствует государственный капитал.

Анализ российской практики функционирования форм государственно-частного партнерства позволяет сделать следующие выводы:

1. В России среди существующих ГЧП-институтов наиболее существенную роль в финансировании проектов государственно-частного партнерства в среднесрочной перспективе будет играть ГК «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)». Остальные ГЧП-институты пока нуждаются в развитии.

2. Внешэкономбанк мог бы оказывать влияние не только на реализацию проектов государственно-частного партнерства, но и на создание на российском финансовом рынке инструментов долгосрочного инвестирования, таких как инфраструктурные облигации, обеспечив их гарантиями.

3. Весьма перспективная схема реализации инвестиционных проектов, на наш взгляд, выглядит следующим образом: инвестор получает кредит в коммерческом банке под гарантии Внешэкономбанка и далее по схеме концессии или КЖЦ начинает строительство объекта инфраструктуры. После завершения строительства и ввода в эксплуатацию объекта, а также стабилизации финансовых потоков по проекту инвестор может осуществлять эмиссию инфраструктурных облигаций также под гарантии Внешэкономбанка [124].

4. В ближайшее время произойдет реформация Инвестиционного фонда РФ, а также развитие региональных инвестиционных фондов.

5. Механизмы концессионных соглашений имеют перспективу развития в России при условии законодательного обеспечения ввода инструмента инфраструктурных облигаций [93].

6. В процессе реализации проектов государственно-частного партнерства ресурсы сторон будут консолидироваться, а финансовые риски, расходы и достигнутые результаты распределяться между сторонами на заранее определенных условиях [59].

В российской экономической литературе государственно-частное партнерство рассматривается в рамках институционального подхода. Реализация проектов ГЧП на региональном уровне чаще всего осуществляется в виде трех форм: простой контрактной, сложной контрактной, объединения.



Во множестве форм государственно-частного партнерства мера финансового участия каждой из сторон, а также условия их сочетания могут быть весьма различными. Частный компонент в государственно-частных партнерствах может выступать в качестве одной из сторон контракта (например, контракты на поставку продукции для государственных нужд, на управление, на предоставление технической помощи), когда права собственности имеют четкое разделение [74].

Партнерствами с разделением прав собственности являются СРП и лизинговые (арендные) соглашения. Во всех моделях концессионных соглашений происходит частичная передача некоторых правомочий собственности от государственного к частному партнеру (как правило, права пользования и управления).

При акционерном или долевом участии частного капитала в государственном предприятии (совместном предприятии) предполагается более высокая степень интеграции капиталов в рамках реализации партнерских отношений для достижения социально значимых целей [68].

Главную роль инициатора и гаранта в системе финансирования ГЧП играет государство. Основные механизмы государственной поддержки ГЧП представлены на рисунке 1.3.



Рисунок 1.3. Механизмы государственной поддержки ГЧП.

Источник: составлено автором

Как следует из схемы, государство может осуществлять прямое и косвенное финансирование проектов.

К прямым методам относятся:

- Финансирование капитальных затрат в форме субсидий (капитальных грантов);
- Операционные субсидии в форме фиксированных платежей или платежей, зависящих от трафика;
- Предоставление субординированных кредитов концессионеру;
- Предоставление нефинансовых активов (например, земельных участков, строительство подъездных дорог и развязок и т.д.);
- Условные обязательства государства (гарантии кредитных выплат; гарантии / механизмы компенсаций по валютным и процентным рискам и другие).

К косвенным:

- Ограничение конкуренции (например, запрет на строительство дорог с параллельными маршрутами, запрет на введение сборов за проезд на подъездных и соединяющих дорогах);
- Предоставление инвестиционного налогового кредита и налоговых льгот;
- Государственное страхование инвестиций;
- Свободные экономические зоны и технопарки;
- Предоставление суверенных государственных гарантий

Компания Deloitte & Touche провела опрос [115] с целью определения наиболее значимых типов государственной поддержки проектов государственно-частного партнерства, мнения респондентов разошлись (см. рис. 1.4). Основная часть опрошенных (22%) выделила гарантию спроса и тарифное регулирование как наиболее значимый способ. С небольшим разрывом последовало регулирование финансовых инструментов и финансовых институтов для привлечения и поддержки частного инвестирования (20%). И на третьем месте (19%) оказалась финансовая поддержка государства. Далее были отмечены респондентами такие методы господдержки, как инициатива по проекту (16%), юридическая поддержка (13%), а также общее руководство/управление (5%). Довольно интересным нам показался вариант ответа «другое», где респонденты предлагали свои формы, такие как субсидирование процентной ставки и налоговые льготы или отработка механизма инвестирования частных инвестиций в публичные проекты.

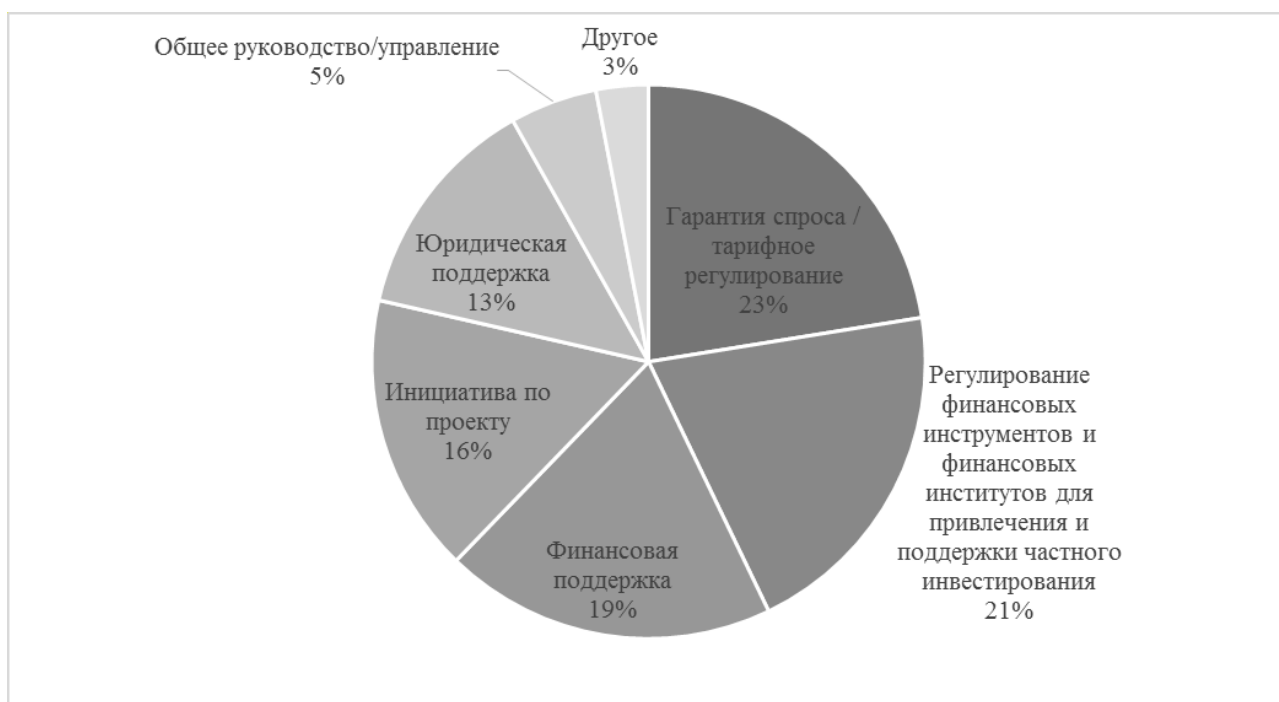


Рисунок 1.4. Наиболее значимый способ государственной поддержки проектов ГЧП по мнению респондентов опроса, проведенного компанией Deloitte & Touche.

Источник: Deloitte

Проанализировав мнения респондентов о наиболее значимых методах государственной поддержки, был сделан вывод, что государственные служащие в первую очередь видят необходимость в государственной финансовой поддержке проектов ГЧП и явно недооценивают важность качественного управления проектами и компетентности партнеров в организации взаимодействия государства и бизнеса.

Проекты государственно-частного партнерства являются не просто кооперацией ресурсов, а совершенно особой конфигурацией интересов и соответствующих правомочий сторон. Государство как партнер в первую очередь преследует общественно значимые интересы и цели, при этом выполняя не только целеполагающую, но и контрольную функции. Кроме того, государство выступает в роли участника хозяйственного оборота и заинтересовано как в эффективности общих результатов проекта ГЧП, так и в обеспечении собственного коммерческого эффекта. В то время как основная цель частного партнера - максимизация прибыли. Таким образом, в сфере коммерческих (в отличие от сферы преследуемых государством общественных) интересов между сторонами партнерства вполне уместен и даже необходим торг о распределении возникающих рисков, о характере делегируемых правомочий, условиях их передачи и использования [74].

Статистической службой Европейского союза (Евростат) были официально выделены риски, которые необходимо принимать в расчет при отражении на бухгалтерских балансах участников партнерства ценностей, являющихся предметом договоров о ГЧП.

- Риск просрочки поставок или несоблюдения принятых нормативов (строительный риск). Как правило, большую часть строительных рисков несет государство.
- Риск неплатежа по требованиям, который чаще всего возлагается на частный сектор.
- Риск недостаточности или колебания спроса, на что частный партнер практически повлиять не может. Этот риск также несет государство [74].

Очевидно, что оба партнера заинтересованы в успешном осуществлении проектов в целом. Кроме того, проекты государственно-частного партнерства стимулируют привлечение иностранных инвестиций в реальный сектор экономики, а также способствуют выходу на мировые рынки капиталов.

Мировым научным сообществом разработан инструментарий, посредством которого специальные проектные компании, созданные для осуществления проектов государственно-частного партнерства имеют возможность «привлекать для осуществления крупных инвестиционных программ средства различных финансово-кредитных институтов путем сложных схем финансирования, страхования, перекрестных гарантий и перераспределения рисков. В числе таких инструментов наиболее важное место занимает проектное финансирование, которое является наиболее гибкой, рациональной и перспективной системой долгосрочного финансирования крупных проектов ГЧП» [28, 85].

Характерной особенностью проектного финансирования является привлечение как внутренних, так и внешних источников финансового обеспечения инвестиционных проектов [96].

Внутреннее финансирование обеспечивается из средств предприятия, планирующего осуществить тот или иной инвестиционный проект - за счет поступлений от операционной деятельности, от продажи избыточных активов и пр. Как правило, для принятия решения о выделении средств на внутреннее проектное финансирование требуется составление технико-экономического обоснования и бизнес-плана соответствующего инвестиционного проекта.

В более широком смысле внутреннее проектное финансирование может предполагать и строго целевое (на нужды проекта) использование принадлежащих предприятию активов, а также имущественные взносы в уставные капиталы стопроцентно дочерних фирм, создаваемых для выполнения определенного инвестиционного проекта.

Во внешнем проектном финансировании различают заемное, доленое и смешанные формы финансирования. Особой разновидностью внешнего проектного финансирования может быть и бюджетное финансирование в виде проектных субсидий, государственных гарантий и целевых инвестиционных налоговых льгот [96].

*Главными формами* заемного проектного финансирования *выступают:*

- инвестиционный банковский кредит, включая специализированную инвестиционную кредитную линию;
- целевые облигационные займы;
- лизинг оборудования, приобретение которого предусмотрено в бизнес-плане проекта;
- приобретение необходимых для проекта активов с оплатой их в рассрочку (коммерческий проектный кредит).

Кредитование или долговое финансирование, за счет кредитов банков и долговых обязательств юридических и физических лиц должно обеспечиваться залогом недвижимого и движимого имущества, в том числе государственных или корпоративных ценных бумаг, что определяется кредитным договором и условиями кредитования. Вероятность получить необходимые средства через синдикацию банковского кредита выше, в частности, потому, что процесс финансового закрытия в этом случае начинается задолго до подписания договора о ГЧП [90].

Еще одна разновидность кредитных источников финансирования проектов - кредиты под покрытие экспортного страхового агентства. Национальные экспортные кредитные агентства существуют практически в каждой экономически развитой стране. Это специализированные структуры, призванные помогать экспортерам своей страны в сбыте продукции, поэтому для привлечения экспортного агентства к сделке существенная часть поставки должна осуществляться из страны, в которой это агентство находится. Как правило, национальные экспортные кредитные агентства создаются при участии государства, однако их роль в некоторых странах иногда могут играть банки или страховые компании. Национальные экспортные кредитные агентства обычно не выделяют финансирования, а предоставляют страховое или гарантийное покрытие рисков банкам, которые осуществляют финансирование по сделке. Финансирование импортного оборудования под покрытие национальных экспортных агентств имеет свои преимущества и недостатки.

Основные преимущества:

- длительный период пользования денежными средствами;
- стоимость финансирования намного ниже, чем услуги российских банков;

- способствует долгосрочному развитию предприятия, повышению конкурентоспособности;
- является инструментом среднесрочного и долгосрочного финансирования импорта оборудования.

Основные недостатки:

- длительный срок принятия решения о кредитовании (2-6 месяцев);
- сложность процедуры;
- кредитование проектов с высокой стоимостью (свыше 3 млн. долл. США);
- ответственность перед западным банком может перейти к импортеру, если банк импортера будет не в состоянии погасить свои обязательства [63].

*Долевое финансирование* инвестиционных проектов может осуществляться в двух главных формах:

- дополнительная эмиссия акций существующего в виде акционерного общества предприятия, объявляемая для нужд финансирования конкретного инвестиционного проекта;
- учреждение специально для реализации инвестиционного проекта вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей, которые делают денежный либо имущественный вклад в уставный капитал этого предприятия (венчурное финансирование).

Акционерное инвестирование представляет собой вложение денежных средств в акции или облигации и, следовательно, получение дополнительных инвестиционных ресурсов под конкретный проект. Это обеспечивает инвестору участие в уставном капитале предприятия. Акционерное инвестирование является альтернативным кредитному финансированию.

К основным преимуществам акционирования как метода финансирования проектов относят следующие [36]:

- выплаты за пользование привлеченными ресурсами не носят безусловного характера, а осуществляются в зависимости от финансового результата акционерного общества;
- использование привлеченных инвестиционных ресурсов может иметь существенные масштабы и не ограничено по срокам;
- эмиссия акций позволяет обеспечить формирование необходимого объема финансовых ресурсов в начале реализации проекта, а также отсрочить выплату дивидендов до наступления того периода, когда проект начнет генерировать доходы;
- владельцы акций могут осуществлять контроль над целевым использованием средств на реализацию проекта.

Вместе с тем, данный метод финансирования проектов имеет ряд существенных ограничений. Так, инвестиционные ресурсы акционерное общество получает по завершении размещения выпуска, акций, а это требует времени, дополнительных расходов, доказательств финансовой устойчивости предприятия, информационной прозрачности и др. Процедура дополнительной эмиссии акций сопряжена с регистрацией, прохождением листинга, значительными операционными издержками [36].

Дополнительная эмиссия акций ведет к увеличению акционерного капитала компании. Принятие решения о дополнительной эмиссии может привести к размыванию долей участия прежних акционеров, в уставном капитале и уменьшению их доходов, хотя в соответствии с российским законодательством прежние акционеры обладают преимущественным правом на покупку вновь размещаемых акций. Акционерное общество, которое собирается финансировать инвестиционный проект путем дополнительной эмиссии акций, должно выработать эффективную стратегию повышения ликвидности и стоимости акций, предполагающую повышение степени финансовой прозрачности и информационной открытости эмитента, расширение и развитие деятельности, рост капитализации, улучшение финансового состояния и улучшение имиджа.

К смешанным формам проектного финансирования относятся:

- инновационные кредиты;
- целевая дополнительная эмиссия конвертируемых акций;
- выпуск целевых конвертируемых облигаций.

На финансирование проекта инициатор должен направить собственные средства (нормой считается доля участия в 20-50%, обычно около 30%) и лишь потом средства из внешних источников [6]. Среди внешних источников преобладают кредитные ресурсы. В некоторых случаях соотношения заемного и собственного капитала не соблюдаются. Дело в том, что многоуровневая система гарантий, защищающая интересы сторон (и заемщиков, и кредиторов), делает возможным значительное увеличение доли заемных средств в общем объеме источников финансового обеспечения проекта.

В условиях дефицита собственных средств, все большую актуальность приобретает развитие банковского кредитования этих проектов.

Данное направление банковской деятельности считается в мировой практике особенно актуальным для тех стран и регионов, которые нуждаются в расширении и модернизации производственных мощностей капиталоемких отраслей промышленности.

В результате опроса Deloitte & Touch [69], в ходе которого определялось соотношение доступности/привлекательности различных источников финансирования, был сделан вывод,

что наибольшие значения среднего балла в зависимости от признака ранжирования получили российские фонды, российские коммерческие банки, иностранные коммерческие банки, а также другие источники (см. табл. 1.2). Российские фонды для потенциальных участников проектов ГЧП на 11,6% более привлекательны, чем доступны, в то время как российские коммерческие банки как источник финансирования более доступен, чем интересен (19,1%). Иностранные коммерческие банки являются привлекательными для использования их капитала в проектах государственно-частного партнерства, но менее доступными (-10,0%).

Таблица 1.2. Показатели доступности и привлекательности в зависимости от источника финансирования проектов государственно-частного партнерства

<b>Источник финансирования</b>	<b>Средний балл по признаку доступности</b>	<b>Средний балл по признаку привлекательности</b>	<b>Разница доступности и привлекательности, %</b>
Российские фонды	6,1	6,9	88,40
Российские банки развития	5,6	5,8	94,90
Российские коммерческие банки	5,6	4,7	119,15
Российский частный капитал	5,0	4,6	108,70
Иностранные фонды	4,2	4,4	95,45
Иностранные коммерческие банки	3,6	4,0	90,00
Иностранный частный капитал	3,4	3,5	97,14
Другое	0,8	0,5	160

Источник: Deloitte

В ходе того же исследования было выявлено, что большинство респондентов считают, что приоритетной в финансировании российскими фондами будет инфраструктура ЖКХ (47,0%). 23% и 19,8% отметили транспортную и социальную инфраструктуру соответственно (см. табл. 1.3).



Таблица 1.3. Приоритетность отраслевого финансирования ГЧП, % от общего количества ответов

Сектор	Финансирование российскими фондами	Финансирование российскими банками развития	Финансирование российскими коммерческими банками	Финансирование иностранными финансовыми институтами
Транспорт	23,0	42,5	34,8	28,1
Социальная инфраструктура	19,8	10,0	3,1	11,4
ЖКХ	47,0	29,0	25,4	52
Промышленность	6,2	16,0	34,9	6,6
Пенитенциарная система	4,0	2,5	1,9	1,9
Сельское хозяйство	5,9	2,7	34,7	2,5
Туризм	5,6	2,8	34,4	1,8

Источник: Deloitte

Свыше 85% опрошенных считают российский кредитный рынок недостаточно ликвидным для обеспечения финансирования проектов государственно-частного партнерства. Более 70% находят неликвидным международный рынок капитала, что может быть связано как с отсутствием опыта, так и с макроэкономической нестабильности мировой экономики, в связи с чем велики валютные риски, риски непостоянства и нерегулярности денежных потоков и т.д. Таким образом, низкий уровень ликвидности финансового рынка и неразвитость финансовых институтов в России приводят к усложнению процедуры привлечения средств в проекты государственно-частного партнерства.

В российской практике на современном этапе механизм проектного финансирования широко используют Международный банк реконструкции и развития, Европейский банк реконструкции и развития и другие финансовые институты. В связи со сложной экономической ситуацией и ограничением доступности частных инвестиций большее значение приобретает помощь государства и участие в проектах международных финансовых институтов, таких как Всемирный банк, Международная финансовая корпорация, Европейский инвестиционный банк, Азиатский банк развития и др. Серьезным наднациональным источником проектного финансирования являются еврокредиты, предоставляемые на ролловерной основе международными консорциумами (синдикатами) банков.

Согласно проведенному опросу Deloitte & Touch [69] респонденты доверяют российским банкам развития. Однако не все инфраструктурные проекты государственно-частного партнерства найдут поддержку банков. Проблема финансового обеспечения также

сопряжена с недостаточной ликвидностью российского рынка ценных бумаг. При этом применение механизма инфраструктурных облигаций пока также невозможно.

Россия обладает большим потенциалом для развития различных форм государственно-частного партнерства, однако для его практической реализации необходимо решение ряда вопросов. Во-первых, публичному партнеру прежде всего следует понимать, что финансирование ГЧП нельзя рассматривать только как привлечение дополнительных ресурсов в капиталоемкие проекты. Необходимо учитывать интересы обеих сторон. Многолетним мировым опытом были разработаны конкретные механизмы проектов государственно-частного партнерства, которые создают основу для рационального и взаимовыгодного распределения правомочий и рисков между сторонами [98].

Во-вторых, невозможно осуществить распределение правомочий между участниками партнерства пока законодательно не будут выделены публично-правовые функции государства, а также установлены связи между ними и государственной собственностью.

В-третьих, основные проблемы развития механизма государственно-частного партнерства в России лежат в сфере их финансирования, вопросам которого посвящен следующий этап исследования.

### **3. Проблемы финансирования государственно-частных партнерств.**

В условиях геополитической напряженности, оказывающей влияние на российскую экономику через уже существующие каналы распространения кризиса, произошло сокращение доходов бюджетов всех уровней. Это сказалось на развитии инфраструктуры страны. В такой ситуации особое значение приобретает инструмент государственно-частного партнерства, который за счет внебюджетных источников способен привлечь финансирование в капиталоемкие долгосрочные проекты.

В настоящее время в России не существует Федерального Закона о государственно-частном партнерстве. Проект Федерального Закона № 238827-6 «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации» прошел первое чтение, и в настоящее время Комитет Государственной Думы по вопросам собственности разрабатывает предложения для рассмотрения проекта во втором чтении.

Хотя региональные законы в сфере государственно-частного партнерства сформированы и действуют, остается еще много пробелов. Например, законодательно не закреплено определение понятия государственно-частного партнерства. Кроме того, не разработаны положения, регулирующие различные аспекты реализации проектов ГЧП, в том числе и финансовые. Не установлен также перечень приоритетных отраслей и сфер применения механизма государственно-частного партнерства, в которых допустимо

заключение договоров долгосрочного характера между публичным и частным партнерами. Федеральное законодательство, регулирующее область ГЧП, и региональные законы зачастую не связаны между собой, что является существенным барьером для развития данного инструмента в нашей стране.

Региональные законы могли бы конкретизировать нормы, установленные на федеральном уровне, а также определить конкретные механизмы взаимодействия органов исполнительной власти субъекта Федерации и инвестора - инициатора ГЧП-проекта. Кроме того, закрепление в региональном законе порядка применения ГЧП-инструментов позволило бы снизить правовые риски, разрешить правовые коллизии, восполнить пробелы, устранив тем самым правовую неопределенность в толковании отдельных норм закона. Это способствовало бы существенному повышению доступности финансовых ресурсов на банковских и фондовых рынках, а, значит, большей привлекательности ГЧП - проектов для частных инвесторов [75]. Изучение законодательной базы приводит к выводу, что наличие качественного законодательства поможет обеспечить существенный рост региональной экономики за счет привлечения инвестиций российских и международных организаций. А ведь бизнес во всем мире предпочитает работать по четко определенным и понятным правилам и законам, заботится о надежной защите своих финансовых интересов. Но существуют и другие факторы замедления развития данного инструмента.

В настоящее время в Санкт-Петербурге начат ряд проектов по развитию транспортной инфраструктуры города и области. Наиболее значимыми и масштабными среди них являются Морской пассажирский терминал (МПТ) стоимостью более 18 млрд. рублей, Надземный экспресс (20 млрд. руб.) и Орловский тоннель (45-47 млрд руб.).

Вышеизложенные проекты с приходом нового губернатора г. Санкт-Петербурга Г.С. Полтавченко были заморожены в 2011 году. Достаточно часто получалось так, что отношения и контракты, выстроенные с региональной властью, после смены ключевых чиновников пересматривались. Это серьезный риск для проекта. Еще одно важное препятствие для развития инфраструктуры - это коммуникационные барьеры между регионами. Имеет место ситуация, когда каждый субъект развивает проектную практику на основе собственных представлений. Нет обмена опытом, циркулирования информации о проектах, банка инфраструктурных проектов, того, что в Европе принято называть «sharing knowledges» (в пер. с англ. языка «обмен знаниями») [61].

На наш взгляд, чтобы проблему отсутствия доверия постепенно решить, необходимо создать определенную систему коммуникаций и оперативного обмена информацией.

Также существуют вопросы по качеству подготовки проектов, необходимы стандартизация документов, критериев и методик, стандартизация процессов. В международной практике специализированные негосударственные организации, занимающиеся методическим сопровождением проектов государственно-частного партнерства и развитием рынка инфраструктурных инвестиций в целом, появились в начале двухтысячных годов. Первой можно считать Partnerships UK в Великобритании, затем аналогичные центры возникли в ЮАР, Австралии (штат Виктория) и других странах, активно развивающих механизм ГЧП. Большинство центров развития государственно-частного партнерства отвечают за разработку технико-экономического обоснования и составление планов реализации проектов ГЧП, а также занимаются последующим консультационным сопровождением ГЧП-проектов. Некоторые центры, например, Paupublica и Partnerships BC помогают министерствам в разработке бизнес-планов и проведении финансового анализа. Другие, например, Центр развития ГЧП Франции (МАРРР), Центр развития ГЧП Австралии Partnerships SA и Центр развития ГЧП Южной Африки South Africa PPP Unit занимаются исключительно анализом документов и технико-экономических обоснований к проектам ГЧП, написанных государственными организациями [100]. В настоящее время в России существует центр ГЧП при Внешэкономбанке. Задачей данного подразделения является консультирование органов местного самоуправления по вопросам реализации проектов ГЧП (во Франции приблизительно аналогичные функции выполняет Миссия по поддержке ГЧП), которые с высокой степенью вероятности будут приняты Инвестиционным фондом РФ.

Необходимой является разработка методических материалов. Например, в Великобритании ключевым документом в области ГЧП является даже не законодательный и не подзаконный акт, а так называемые стандарты контрактов ГЧП (Standardisation of PFI Contracts / SoPC). В этом документе, который носит рекомендательный характер, министерство финансов Великобритании объясняет отраслевым ведомствам, как заключать контракты ГЧП.

В силу своей комплексности общие вопросы ГЧП в Российской Федерации регулируются гражданским законодательством и, кроме того, нормами бюджетного, налогового и иных отраслей права, Федерального закона от 21.07.2005 г. (ред. 27.07.2010 г.) № 94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд», Федерального закона от 21.12.2001 г. (ред. 31.05.2010 г.) № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества», Федерального закона от 26.07.2006 г. (ред. 05.04.2010 г.) № 135-ФЗ «О защите конкуренции» и т.д.

При такой сложной подведомственности соглашения о ГЧП различным ветвям законодательства неизбежно возникновение ранее неотрегулированных противоречий, связанных с новым характером явления - государство становится объектом инвестиций с целью более эффективного и качественного исполнения своих обязанностей.

Необходимо совершенствование порядка формирования целевых программ и контроля за их реализацией. Долгосрочные целевые программы, согласно ст. 179 Бюджетного кодекса РФ, реализуются исключительно (кроме того, что касается Инвестиционного фонда РФ – ст.179.2) за счет средств федерального бюджета, бюджета субъекта Российской Федерации, местного бюджета; утверждаются соответственно Правительством Российской Федерации, высшим исполнительным органом государственной власти субъекта Российской Федерации, местной администрацией муниципального образования. Объем бюджетных ассигнований на реализацию долгосрочных целевых программ (подпрограмм) утверждается законом (решением) о бюджете в составе ведомственной структуры расходов бюджета по соответствующей каждой программе (подпрограмме) целевой статье расходов бюджета. Таким образом, по всем долгосрочным целевым программам ежегодно должны проводиться анализ и оценка эффективности реализации, результаты чего должны быть в открытом доступе. Потому что участие бизнеса в проектах совместных с государством в рамках целевых программ на этапе их формирования ограничивается лишь «соглашениями о намерениях», что создает риски их невыполнения.

Одним из барьеров в финансовом обеспечении государственно-частных проектов является затяжной характер принятия решений на уровне государственных органов власти. Вместе с тем, наметились позитивные моменты: в 2011 году началась реформа Инвестиционного фонда РФ, в соответствии с которой фонд осуществляет субсидирование бюджетов регионов для поддержки региональных инвестиционных проектов. Таким образом, органы государственной власти делегируют полномочия по принятию решений по проектам государственно-частного партнерства субъектам Федерации, оставляя за собой контрольные функции.

Еще одной немаловажной проблемой является отсутствие в России сформированного рынка проектов ГЧП. Весьма ограниченным количественно и качественно является предложение проектов в различных отраслях. Объясняется это тем, что в рамках действующего законодательства ответственность за организацию тендера несут органы государственной власти. Таким образом, возникает проблема финансового обеспечения деятельности регионов и муниципальных образований по подготовке проектов государственно-частного партнерства. Например, такие проекты ГЧП, как строительство

Западного скоростного диаметра и реконструкция аэропорта «Пулково», невозможно было бы реализовать без участия администрации города Санкт-Петербург в финансировании предпроектной работы [118]. Тем не менее, на сегодняшний день выделение средств, необходимых для подготовки проектов государственно-частного партнерства, которые могут составлять до 5% от стоимости проекта, для большинства субъектов Федерации и муниципалитетов остается невозможным. На наш взгляд, Инвестиционный фонд РФ мог бы осуществлять возмещение средств региональным и муниципальным бюджетам за подготовку проектов.

Другой проблема заключается в отсутствии культуры стратегического планирования социально-экономического развития России, являющейся важным фактором при принятии решения о финансировании долгосрочных проектов ГЧП. В связи с чем публичный партнер должен принимать многочисленные риски, связанные с:

- досрочным прекращением договора;
- трафиком (при реализации параллельных транспортных проектов);
- эксплуатацией построенных объектов (в случае строительства объектов социальной инфраструктуры);
- изменением валютного курса;
- изменением ставок рефинансирования [64].

В такой ситуации необходимым становится развитие механизмов гарантирования и страхования проектов государственно-частного партнерства от рисков, связанных с выполнением государством своих обязательств. После создания таких инструментов станет возможным привлечение средств международных финансовых институтов, а также средств российских институциональных инвесторов.

Другая актуальная проблема – это удорожание проектов государственно-частного партнерства. При увеличении стоимости проекта после его завершения разница в стоимости ложится на конечного пользователя объекта или на государство, что может явиться основой для коррупционных схем. Разработка механизма, который бы предусматривал субсидирование ставок по кредиту за счет бюджетных средств, сделала бы длительность срока реализации проекта непринципиальным фактором, а также дала бы возможность привлечения «длинных» денег.

Еще один проблемный момент – это формальные ограничения сумм финансирования проектов. Так, Внешэкономбанк может осуществлять финансирование проектов государственно-частного партнерства с общим объемом капитала не менее 2 млрд. руб. В большинстве малых и средних населенных пунктов нет необходимости в таких масштабных

инвестициях, однако потребность в развитии инфраструктуры существует. Таким образом, решением этой проблемы мог бы послужить механизм, позволяющий для участия в тендере объединять несколько муниципальных заказов в единый лот. В таком случае стало бы возможным привлечение единого инвестора, который бы финансировал строительство объектов (например, детских садов) сразу в нескольких населенных пунктах на территории региона. В связи с отсутствием такого механизма инфраструктурное развитие регионов ограничивается административными центрами.

Внешэкономбанку была также передана основная функция банковского финансирования инфраструктурных проектов по модели ГЧП в 2008 году и поставлена задача к 2012 году довести долю финансируемых ГЧП проектов до 30% кредитного портфеля банка [78]. Для решения этой задачи в структуре Внешэкономбанка был создан Центр государственно-частного партнерства, основная цель которого заключается «в квалифицированной подготовке, организации и сопровождении инфраструктурных проектов общенационального, регионального и муниципального значения и повышение качества услуг государственного и муниципального управления по развитию инфраструктуры через использование разнообразных инструментов государственно-частного партнерства» [92]. К настоящему моменту ВЭБ заключил десятки соглашений с субъектами РФ, в том числе направленные на развитие ГЧП в регионах.

Согласно опросу, проведенному компанией Deloitte & Touche [115], по мнению респондентов, наиболее важными функциями Внешэкономбанка являются: финансирование (29,5%), создание проектной документации / стандартизация и унификация договоров (18,0%) и функция региональной поддержки (14,8%) (юридической, образовательной и т.п.) (см. табл. 1.4).

Таблица 1.4. Функции Внешэкономбанка в области государственно-частного партнерства

<b>Функция</b>	<b>Мнения респондентов, % от общего числа респондентов</b>
Финансирование	29,5
Создание проектной документации	18
Региональная поддержка	14,8
Консультирование по проекту	11,5
Оптимизация законодательной базы	8,2
Информационная поддержка и координация	6,6
Унификация стандартов экономической состоятельности проектов	4,9
Разработка передовой методологии для проведения сравнительного анализа проектов	3,3
Координация проекта	3,3
Экспертиза	0

Источник: Deloitte

В 2010 году была введена новая методика расчета показателей эффективности для региональных инвестиционных проектов [7]. В соответствии с данной методикой изменились пропорции соотношения капиталов участников государственно-частного партнерства в сторону уменьшения доли бюджетных средств государства, снижен также требуемый минимальный уровень софинансирования для новых проектов.

В Европейском Союзе финансирование проектов государственно-частного партнерства крайне неравномерно распределено между частным и государственным. Например, в Польше 76% всех инфраструктурных инвестиций осуществляется государством, в то время как в Швейцарии 84% финансирования происходит со стороны частного сектора.

Для широкого применения ГЧП существуют ограничения в виде больших транзакционных издержек, ограниченной возможности успешно финансово структурировать и управлять проектом. Так, в США, только 40% от всех запланированных проектов ГЧП в транспорте с 1985 г. полностью профинансированы к концу 2012 г. [109]

В России около 18% всех инвестиций приходится на государственные капиталовложения, из которых около половины – это инвестиции в инфраструктуру. Общий объем инвестиций в инфраструктуру составил в 2011 г. порядка 1,8 трлн. руб. или 60 млрд. долл. Россия не использует все свои возможности по привлечению частных инвестиций в свои проекты в области инфраструктуры. По сравнению с другими странами БРИКС уровень частных инвестиций в инфраструктурные проекты крайне низок. Однако, как нам представляется, не совсем корректно сравнивать Россию с Китаем и Индией, где расходы на



транспортную инфраструктуру значительно выше, ведь эти страны создают ее фактически с нуля, тогда как Россия прошла этот этап в прошлом веке, в период индустриализации.

Однако для дальнейшего поддержания отечественной инфраструктуры в нормативном состоянии и обеспечения ее гармоничного расширения с ростом ВВП, объем инвестиций все же необходимо увеличивать. Для этого необходимо нахождение разумного баланса между риском и доходностью инфраструктурных проектов. Ранее инвестиционные риски инфраструктурных проектов были слишком высоки, а потенциальная доходность – незначительна, что снижало интерес частных инвесторов. Сейчас развитые государства предлагают частным инвесторам механизмы финансирования, которые снижают риск инвестиций в инфраструктуру. В частности, правительства предоставляют гарантию минимального трафика при инвестициях в транспортную инфраструктуру, защиту частных инвестиций от инфляции, гарантируют инвестору минимальный платеж после завершения строительства инфраструктурного объекта. В преддверии Санкт-Петербургского экономического форума 2014 года компания Ernst & Young [116] провела опрос относительно привлекательности инвестиций в российскую инфраструктуру, согласно которому 68% опрошенных называют одним из основных препятствий для привлечения частных инвестиций в инфраструктуру недостаточные гарантии возврата инвестиций. Частный сектор готов инвестировать в российскую инфраструктуру, но при этом рассчитывает (по крайней мере, в ходе первых проектов) на необходимое содействие правительства в достижении требуемого уровня доходности, например, через механизм минимального гарантированного дохода (availability payment)».

На сегодняшний день законы о государственно-частном партнерстве приняты во многих регионах России. Однако они не учитывают опыт реализации федеральных проектов государственно-частного партнерства, а также проблемы, возникшие в ходе применения существующей нормативной базы.

Эффективно функционирующие партнерские отношения между государством и бизнесом могут устанавливаться только при условии понимания своей роли и поставленных целей каждой из сторон, а также при наличии четких правил взаимодействия.

Необходимо отметить, что существует ряд препятствий во взаимоотношениях публичного и частного секторов. К сожалению, в соглашениях о государственно-частном партнерстве зачастую плохо учитываются интересы финансового сектора. Таким образом, это ограничивает возможности привлечения в проекты ГЧП средств частных инвесторов, в том числе международных финансовых организаций. Основной риск заключается в возможности невыполнения регионом или муниципалитетом своих обязательств в долгосрочной

перспективе. Ведь государственно-частное партнерство является прежде всего долгосрочными отношениями, соответственно, для того, чтобы развеять все возможные опасения инвесторов, государство должно создать благоприятные условия и обеспечить надежными гарантиями.

В настоящее время сдерживающим фактором для развития государственно-частного партнерства на региональном уровне является недостаток финансовых ресурсов. Несмотря на то, что в последнее время усилилась поддержка проектов ГЧП со стороны ряда кредитных организаций (например, Внешэкономбанка), тем не менее, эта проблема в России до сих пор не решена. Более того, она усугубилась в связи с мировым финансовым кризисом. А также с тем, что большинство регионов РФ являются дефицитными. Если еще в 2010 г. дефицит региональных бюджетов составлял 100 млрд руб., или 1,5% от общих доходов (с учетом федеральных трансфертов), то в 2013 г. он вырос до 642 млрд руб., или до 7,9% всех доходов, а по итогам 2014 г. превысит 10% доходов, составив 857 млрд руб. Сократить его не удастся: в 2015-2016 гг. дефицит будет составлять около 940-950 млрд руб., превышая 10% получаемых регионами доходов, а без учета трансфертов федерального бюджета — около 12% [112].

В современных условиях долгосрочное финансирование проектов ГЧП коммерческими банками сократилось в силу недостаточной их ликвидности. Возросло количество инвесторов, которые из-за макроэкономической неопределенности, падения индексов фондового рынка и снижения кредитоспособности финансовых институтов ищут альтернативные возможности для инвестиций. Доверие иностранных инвесторов к России начало снижаться еще до начала острой фазы кризиса в результате ухудшения экономических показателей. По итогам 2013 г. Россия единственная из стран БРИКС не попала в топ-25 рейтинга доверия инвесторов международной консалтинговой компании А.Т. Kearney, тогда как в 2013 г. поднялась на 11-е место [114].

Совокупный дефицит бюджета России и бюджетов государственных внебюджетных фондов в 2013 г. составил 848,7 млрд руб. [128]. Региональные бюджеты также по результатам оказались дефицитными (673 млрд руб.) [120]. Использование средств Инвестиционного фонда РФ в 2014 для реализации новых проектов ГЧП не планируется.

Данные экономические факторы оказывают влияние на структуру финансирования (соотношение заемных и собственных средств) в России, которая становится более консервативной. Доля заемных средств снижается с 70/30 до 50/50, а частные инвесторы предпочитают краткосрочные инструменты инвестирования.

В этих условиях проекты государственно-частного партнерства можно рассматривать как одну из антикризисных мер, когда для решения ряда вопросов, в частности социальных, будет осуществляться не за счет средств бюджетных средств, а за счет привлечения частных. Однако, с другой стороны, становится актуальной проблема поиска дополнительных финансовых ресурсов, способных поддержать проекты ГЧП.

В России из более чем 200 негосударственных пенсионных фондов 11 наиболее крупных занимают 90% объема рынка. К их числу относятся НПФ «Лукойл-Гарант», НПФ «Благосостояние», НПФ «Сбербанк» и другие. Два крупнейших фонда - НПФ «Лукойл-Гарант», НПФ «Благосостояние» контролируют около 1/4 рынка или около 7 млрд. долл.

Несомненно, эти фонды заинтересованы в инвестировании крупномасштабных инфраструктурных проектов, где государство гарантирует устойчивую прибыль. Одним из возможных инвестиционных инструментов при этом могут выступать инфраструктурные облигации. Однако в силу слабого правового регулирования, а также недостатка качественных инвестиционных проектов, данный финансовый инструмент еще не получил развития в России.

То же самое относится сегодня и к российским страховым компаниям. Объем собранных в 2013 г. страховых взносов достиг 901 млрд. руб., из которых 167 млрд. руб. составили взносы по обязательному медицинскому страхованию. Приблизительно из 432 страховых компаний на сегодняшний день в России 10 являются наиболее крупными, и они занимают 50% рынка. Причем, три крупных компании – Согаз, Ингосстрах, и Юнити РЕ занимают около 28% рынка [128]. У этих компаний, в первую очередь, появляется заинтересованность в увеличении инвестиций, что могло бы успешно осуществиться в рамках ГЧП.

Сегодня одним из дополнительных источников финансирования проектов государственно-частного партнерства могли бы стать средства физических лиц. Только в 2013 году денежные вклады, привлеченные коммерческими банками России, составили 16,3 трлн. руб., из которых 81% - рублевые депозиты [122]. Альтернативой банковским депозитам могли бы также стать инфраструктурные облигации.

Довольно интересным является опыт Франции, где физические лица могут открывать в любых коммерческих банках необлагаемые налогом и обеспеченные государственной гарантией специальные сберегательные счета до 15 тыс. евро. Прибыль индексируется в зависимости от уровня инфляции и трехмесячной Европейской межбанковской ставки предложения (Euribor). Все собранные таким образом средства централизуются банком

(аналог Внешэкономбанка), который использует долгосрочные обеспеченные ссуды (срок погашения до 25 лет) для развития социального жилья и инфраструктурных проектов [67].

Таким образом, проблемы использования источников финансовых средств для проектов государственно-частного партнерства сгруппированы в таблице 1. 6.

Таблица 1.5. Проблемы использования источников финансовых средств для проектов государственно-частного партнерства

<b>Источники финансовых средств</b>	<b>Проблемы использования</b>
Средства Федеральных адресных инвестиционных программ / Федеральных целевых программ	Сокращение объемов финансирования в 2009-2013 гг. отказ от некоторых проектов, увеличение сроков реализации проектов
Средства Инвестиционного фонда РФ	В 2014 году не предусматривается использовать средства Инвестиционного фонда Российской Федерации на государственную поддержку инвестиционных проектов.
Средства Банка Развития - Внешэкономбанка	Действующий источник финансирования, крайне высокая нагрузка в связи с уменьшением инвестиций из других источников
Инфраструктурные инвестиционные фонды	Институт относительно не развит, имеется несколько фондов в стадии роста.
Кредиты под покрытие экспортного страхового агентства	Действующий источник финансирования. В основном займы под гарантию крупного российского банка
Акционерное участие	Крайне ограничено ввиду необходимости средств для софинансирования основной деятельности
Банковские средства	Крайне ограничено ввиду отсутствия долгосрочной ликвидности
Средства Международных финансовых организаций	Доступны только для определенных проектов
Инфраструктурные облигации	Требует законодательных изменений для возможности использования.
Хеджирование валютных рисков	Рынок данных инструментов сейчас неликвиден и практически не функционирует. Необходимы специальные инструменты со стороны Правительства РФ/ВЭБ: квазирыночный валютный СВОП, страхование курсовых рисков, гарантии
Государственные корпорации	Финансирование со стороны госкорпораций может быть точно использовано для определенных проектов
Докапитализация банков	Субординированные кредиты со стороны государства для докапитализации банков могут быть использованы для финансирования некоторого ряда проектов, но не являются системным решением и не решают вопрос снижения нагрузки на бюджет. Ограничение по сроку финансирования -10 лет
Инфраструктурные депозиты	Депозита под гарантии государства для вложения в ГЧП' проекты. Существуют в ряде стран. В России механизм не развит.
Венчурное финансирование	Существуют проблемы законодательного характера - в основном в части налогообложения. Не отработана схема воздействия разработчиков и инвесторов.

Источник: составлено автором

Таким образом, в первой главе работы определена сущность государственно-частного партнерства, раскрыты его основные формы и источники финансирования, описаны условия функционирования, а также особенности ГЧП в экономике России, дана краткая характеристика проблемам финансового обеспечения государственно-частных партнерств, предложены способы решения проблем. Характеристика и выявление особенностей основных источников финансирования ГЧП привела к следующему выводу: резкое сокращение государственной поддержки и регулирования проектов, сложности в банковском кредитовании в силу ограниченной ликвидности коммерческих банков, неразвитость некоторых источников и механизмов в России способствовали тому, что отечественные ГЧП-проекты лишились большинства источников финансирования капитала. Не лучшим образом сказывается низкий уровень качества подготовки и реализации проектов, в связи с чем необходимой является стандартизация документов, критериев и методик, процессов.

## **Глава 2. Инвестиционный анализ проектов государственно-частного партнерства**

### **1. Финансовая оценка и анализ денежных потоков проектов государственно-частного партнерства.**

Финансовый анализ является неотъемлемой частью всех проектов государственно-частного партнерства, начиная с первого этапа проведения тендера до этапа завершения оформления финансовых документов проекта (финансового закрытия). Практика развития ГЧП выявила в этой сфере целый ряд проблем. В частности, недостаточное понимание целей государственно-частного партнерства снижает ценность финансового моделирования, создает негативные правовые последствия, повышает финансовые риски и понижает эффективность коммерческой привлекательности инвестиций. Поэтому необходимо исследование основных моментов проектирования, построения и анализа эффективных финансовых моделей проектов ГЧП. Привлечение внимания к стратегически важным расчетам для получения точной и хорошо структурированной финансовой модели является одной из главных задач в процессе реализации проекта государственно-частного партнерства.

Подготовка к Олимпиаде в Сочи наглядно показала, что отсутствие необходимой детальной проработки проекта государственно-частного партнерства ведет к неэффективности сотрудничества государства и бизнеса. В данном случае представители частного бизнеса посчитали, что государство, как заказчик, меняло условия проектов (инжиниринговая компания «Трансстрой» в конце 2012 г. подала арбитражный иск к компании «Олимпстрой» о взыскании 1,49 млрд. руб. на компенсацию дополнительных расходов) [104], стоимость работ и стройматериалов повышались в течение реализации проекта из-за медленного согласования. Государство посчитало, что финансовые риски должны были быть учтены стороной частного бизнеса при грамотном планировании проекта. В результате, действительно, то, что в Сочи сложные грунты, горные условия и субтропический климат было выяснено уже в процессе реализации проекта. Это свидетельствует о том, что, очевидно, не было произведено детального предварительного планирования проекта. Для государства это характерно, так как большая часть расходов и так идет из бюджетных средств или от госкомпаний, ведь проект Олимпиады приоритетный. Сторона частного сектора принимала участие в проекте, понимая, что это социальная ответственность, но и под какие-то, возможно, непрозрачные, преференции. Однако недостатки планирования и реализации (не стоит забывать о волоките и коррупции) привели к тому, что стоимость участия в проекте многократно превысила стоимость преференций.

Государственно-частное партнерство пока еще носит экспериментальный характер в нашей стране. Хотя на сегодняшний день разработан и утвержден ряд проектов разного масштаба, преимущественно проекты с использованием средств Инвестиционного фонда, все они не только не экономят средства государства, но и требуют дополнительных финансовых вливаний, в частности, в силу того, что их стоимость растет в среднем на 20% в год от утвержденной в бизнес-плане [83]. Более того, когда новые инфраструктурные объекты будут вводиться в эксплуатацию, может возникнуть проблема, что они не будут востребованы в силу своей платности при наличии бесплатной альтернативы. Таким образом, возникает вопрос об обеспеченности платежеспособного спроса.

В литературе существенное значение уделяется анализу денежных потоков проекта. И это оправдано тем, что именно денежный поток используется для обслуживания долговых обязательств. Именно поэтому первым шагом в выполнении финансовой оценки является разработка модели движения денежных средств (см. Приложение 8). Модели движения денежных средств разрабатываются в каждом конкретном случае на индивидуальной основе и могут быть очень простыми или невероятно сложными в зависимости от типа и размера проекта.

Проекты государственно-частного партнерства имеют дело с денежными потоками на протяжении долгого срока, и временная стоимость денег зависит как от времени поступления, так и от периода расходования средств. Очевидно, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Эта неравноценность определяется действием трех основных причин: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью [41]. Но является ли одна денежная единица сегодня более ценной, чем две денежные единицы в будущем? Для ответа на данный вопрос возможно использовать следующие два инструмента:

- Расчет дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow / DCF), который показывает сегодняшнюю стоимость, или «чистой приведенной стоимости» (Net Present Value / NPV), которая показывает стоимость в будущем.
- Расчет внутренней нормы прибыли (Internal Rate Of Return / IRR), определяющей максимально приемлемую ставку дисконтирования, при которой можно предоставлять средства без потерь для инвестора.

И хотя оба эти инструмента имеют свои недостатки, они широко используются в планировании проектов государственно-частного партнерства.

Чистая дисконтированная стоимость – сумма предполагаемого потока платежей, приведенная к текущей (на настоящий момент времени) стоимости.

Только проекты с положительной NPV могут реализовываться. Если проект имеет отрицательную NPV, это означает, что затраты превышают выгоды. Такой проект не должен реализовываться в его нынешнем виде, но он может быть пересмотрен, если сократить расходы или увеличить выгоды, чтобы NPV была положительной.

Расчитать чистую приведенную стоимость можно по следующей классической формуле:

$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n},$$

Где PV – это текущая стоимость денежного потока,

FV– это стоимость будущего денежного потока,

i – ставка дисконтирования,

n – номер периода (как правило, прогноз денежных потоков для проекта ГЧП осуществляется на полугодовом или годовом интервале).

Следовательно, при ставке дисконтирования 10% и сумме, ожидаемой через год, 1000 у. е., чистая приведенная стоимость для этой суммы будет равна:

$$\frac{1000}{(1 + 0,10)},$$

или 909,1 у. е.

В обратной ситуации: если 909,1 у. е. — это сумма, которая имеется сегодня для предполагаемых инвестиций на год под ставку 10%, в конце года будет выплачена сумма 1000 у. е. ( $909,1 \times 1,10$ ). Чистая приведенная стоимость 1000 у. е. при расчете за 2 года и ставке дисконтирования 10%, рассчитываемой на полугодовом интервале (5% за полгода), будет равна:

$$\frac{1000}{(1 + 0,05)^4},$$

или 822,7 у. е.

Расчет дисконтированного денежного потока – это чистая дисконтированная стоимость будущих денежных сумм. Ее формула выглядит следующим образом:

$$\sum_{k=0}^n \frac{FV}{(1 + i)^k},$$

Для всех будущих периодов нами были рассчитаны значения чистого денежного потока. Использование формул или систем таблиц для расчета NPV является неудобным и громозким. Гораздо проще осуществлять расчеты при помощи финансового калькулятора или



в программном обеспечении Microsoft Excel) (см. Приложение 8). Несмотря на это, необходимо понимать, как строится расчет для того, чтобы можно было проверить результат.

Ставка дисконтирования, используемая для расчета дисконтированного денежного потока является комбинацией двух факторов:

- 1) Общая временная стоимость денег, связанная с финансовым рынком процентных ставок;
- 2) Премия за риски, связанные с конкретными инвестициями.

Выбор ставки дисконтирования, очевидно, является решающим показателем в определении приведенной стоимости денежных потоков проекта, и, следовательно, ценности проекта, как объекта инвестирования: чем выше ставка, тем меньше NPV и наоборот. Ставка дисконтирования часто используется как «барьерная ставка» [163, 50], в том смысле, что если при использовании этой ставки NPV положительна, то инвестирование является приемлемым, а если она отрицательная, то уровень возврата на инвестиции является низким, и поэтому инвестирование не целесообразно.

Использование расчетов NPV на практике может быть наглядно проиллюстрировано с помощью сопоставления двух инвестиционных проектов – А и В (см. табл. 2.1). Первоначальные суммы для каждого проекта равны и составляют 1000 у. е., денежный поток за 5 лет - 1359 у. е. и приносит доход в 350 у. е. Денежный поток каждого года дисконтируется к NPV по ставке 10%. Год «0» является моментом осуществления инвестиций, а оставшиеся денежные потоки приведены с полугодовыми интервалами.

Таблица 2.1. Расчет чистой приведенной стоимости

(a) Год	(b) Коэффициент дисконтирования [[1 + 0,1] <sup>(a)</sup> ]	<u>Проект А</u>		<u>Проект В</u>	
		(c) Денежный поток	NPV [(c)/(b)]	(d) Денежный поток	NPV [(d)/(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	1.4641	235	161	305	208
5	1.6105	200	124	340	211
<b>Всего</b>		<b>350</b>	<b>49</b>	<b>350</b>	<b>-2</b>

Источник: Составлено автором

Очевидно, что несмотря на равенство недисконтированных денежных потоков, чистая приведенная стоимость проекта А равна 49 (за 5 лет сумма дисконтированных денежных

потоков составит 1049 у. е.), в то время как для проекта В  $NPV = -2$ . Соответственно, проект А является более выгодным. Эти отличия в расчетах дисконтированных потоков иллюстрируют необходимость инвесторами планировать денежные потоки во времени.

Если тот же самый поток дисконтировать по ставке 5%,  $NPV$  инвестиций А будет равна 184, а В - 154. Таким образом, при изменении барьерной ставки вывод о том, что проект А является более привлекательным, не меняется, однако проект В из сомнительного проекта становится весьма привлекательным. Это иллюстрирует, насколько важен правильный выбор ставки дисконтирования.

Расчет дисконтированного денежного потока также является инструментом оценки инвестиций, которые уже состоялись. Если договор государственно-частного партнерства, как ожидается, обеспечит поток доходов порядка 1000 у. е. в год в течение следующих 20 лет, ценность инвестирования в этот проект определяется путем дисконтирования этого потока доходов к  $NPV$ . Выбор ставки дисконтирования снова создает существенную разницу в результате, если этот поток дисконтируется по ставке 15%, его значение 6,259, но если ставка равна 8%, его значение 9,818. Таким образом, инвесторы имеют разные оценки стоимости потока будущих доходов. Выводом является то, что из-за использования разных ставок дисконтирования, один и тот же проект может иметь различную ценность для разных инвесторов.

Внутренняя норма прибыли ( $IRR$ ) оценивает доходность инвестиций на протяжении всего срока реализации проекта. Это ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость равна нулю [31]. Таким образом, в примере, представленном в табл. 2.1, внутренняя норма прибыли проекта А равна 12,08%, а проекта В — 9,94%, что еще раз подтверждает, что проект А является более выгодным. Расчет можно проверить при дисконтировании двух денежных потоков с соответствующими ставками (табл. 2.2). При расчете внутренней нормы прибыли необходимо учитывать, что к подобным вычислениям следует внимательно относиться, если денежные потоки в разных периодах принимают положительные и отрицательные значения, потому что эти расчеты могут дать несколько результатов.

Таблица 2.2. Расчет внутренней нормы прибыли

Конец года	Проект А		Проект В	
	Денежный поток	NPV при 12,08%	Денежный поток	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>Всего</b>	<b>350</b>	<b>0</b>	<b>350</b>	<b>0</b>

Источник: Составлено автором

При сравнении двух проектов необходимо принимать во внимание их размеры.

NPV проекта D больше, чем проекта C, но это связано с тем, что сумма инвестиций в проект D больше (см. табл. 2.3). Как очевидно из расчета IRR, проект C более выгодный. Постепенно увеличивающиеся 1000 у. е., инвестированные в проект D, в сравнении с проектом C дают значительно меньший возврат на инвестиции.

Таблица 2.3. Расчет внутренней нормы прибыли в различных по величине проектах

	Проект С	Проект D
Начальные инвестиции (a)	-1000	-2000
Денежный поток после 1 года (b)	1400	2600
NPV 10%	273	364
IRR	40%	30%
Анализ «затраты-выгоды»		
NPV выгод [=NPV (b)] (c)	1273	2364
NPV затрат [= (a)] (d)	1000	2000
Коэффициент рентабельности [(c)/(d)]	1.27:1	1.18:1

Источник: Составлено автором

Для того, чтобы лучше сравнить эти инвестиции, к расчету внутренней нормы прибыли можно добавить анализ «затрат-выгоды», как показано во второй части таблицы (см. табл. 2.3). Данный анализ показывает, что проект C дает больший возврат на инвестиции, а расчет IRR подтверждает это. Данный принцип свидетельствует о том, что любой проект с коэффициентом рентабельности больше единицы является привлекательным, но проект с наибольшим коэффициентом рентабельности является наиболее привлекательным. С другой

стороны, если нет проблем с финансированием и нет необходимости освобождения капитала, то появляются сомнения в том, что проект D является более привлекательным, так как он генерирует абсолютный чистый доход.

Как уже упоминалось ранее, расчеты IRR неуместны, когда для проекта характерно чередование положительных и отрицательных потоков в различные периоды (например, там, где инвестирование происходит в несколько этапов, с доходами, построенными между каждой фазой инвестиций, или там, где есть конечная стоимость для инвестиций). Эти расчеты могут дать несколько результатов. Так, в таблице 2.4 показан денежный поток, в котором значения отрицательные вначале, потом положительные в первом периоде, затем отрицательные во втором периоде. Он может быть дисконтирован как под 10%, так и под 20% для того, чтобы чистая приведенная стоимость равнялась нулю, то есть внутренняя норма прибыли может быть, как 10%, так и 15%.

Необходимо отметить, что стандартные электронные программы возможно покажут только один результат.

Таблица 2.4. Внутренняя норма прибыли и положительные/отрицательные денежные потоки

Период	Денежный поток	Ставка дисконтирования 10%		Ставка дисконтирования 20%	
		Коэффициент дисконтирования	NPV	Коэффициент дисконтирования	NPV
0	-50,000	1.00000	-50,000	1.00000	-50,000
1	115,000	0.90909	104,545	0.83333	95,833
2	-66,000	0.82644	-54,545	0.69444	-45,833
<b>Итоговый NPV</b>			<b>0</b>		<b>0</b>

Источник: Составлено автором

Более общей задачей с IRR является анализ в расчете того, что происходит с промежуточными денежными потоками.

Из таблицы 2.5. видно, что проект E дает больший возврат на инвестиции, а расчет DCF подтверждает это, но IRR обоих проектов одинаковы. Это связано с тем, что стандартный расчет внутренней нормы прибыли предполагает, что денежные средства, изымаемые из проекта, рефинансируются по ставке IRR до конца расчетного периода (таким образом, как показано в третьем столбце таблицы 2.5, если денежные потоки за 1, 2, 3 и 4-й годы реинвестировать под 15% ежегодно, то общая сумма достигнет 2011 у. е. к концу 5-го года). Несмотря на то, что проект F создает денежный поток быстрее, допущение, что эти средства могут быть реинвестированы под 15% может быть некорректным, ведь в данном случае доход

от инвестиций будет учитываться дважды. Таким образом, в IRR изначально переоценены денежные потоки, а увеличение срока приводит к росту IRR при использовании высокого коэффициента реинвестирования. Это имеет особое значение для проектов государственно-частного партнерства, которые отличаются длительностью срока реализации, а, следовательно, большим количеством прогнозных периодов.

Таблица 2.5. Внутренняя норма прибыли и реинвестированные денежные потоки

Год	<u>Проект Е</u>	<u>Проект F</u>	
	Денежный поток	Денежный поток	Реинвестированный ежегодный денежный поток при 15% до 5 года
0	-1,000	-1,000	
1	0	298	522
2	0	298	454
3	0	298	395
4	0	298	343
5	2,011	298	298
<b>Всего</b>	<b>1,011</b>	<b>492</b>	<b>2,011</b>
<b>NPV при 12%</b>	<b>141</b>	<b>75</b>	
<b>IRR, %</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	

Источник: Составлено автором

В литературе предлагаются два способа для учета искажений такого рода:

1) *Модифицированная внутренняя норма доходности (MIRR)*. При расчете MIRR инвестиции и реинвестиции приводятся к началу проекта, для чего используется ставка дисконтирования. В таком случае наблюдается большая реалистичность общей картины. Таким образом, если ставку дисконтирования принять в размере 12%, то MIRR для проекта F уменьшится до 13,6%, в то время как для проекта Е она, безусловно, останется неизменной, так как нет промежуточного денежного потока для реинвестирования (см. табл. 2.6).

2) *Период окупаемости*. Несмотря на проблему реинвестирования, возникающую в процессе анализа IRR, инвесторы, как правило, настаивают на расчете периода окупаемости вложенных средств (период времени, необходимый для возврата первоначальных инвестиций). Это в некоторой степени уравнивает эффект преувеличения IRR для денежных потоков с более длительным периодом, однако этот показатель игнорирует все поступления денежных средств после момента полного возмещения первоначальных инвестиций. Однако данный подход может выступать, как полезное средство контроля. Таким образом, период окупаемости проекта Е составит менее 4 лет, в то время как проекта F — 5 лет. В процессе принятия решения о вложении средств в проект ГЧП инвесторами устанавливается максимальный порог периода окупаемости.

Таблица 2.6. Внутренняя норма прибыли и модифицированная внутренняя норма прибыли

Год	<b>Проект Е</b>	<b>Проект F</b>	
	Денежный поток	Денежный поток	Реинвестированный ежегодный денежный поток под 15% до 5 года
0	-1,000	-1,000	-1,000
1	0	298	469
2	0	298	419
3	0	298	374
4	0	298	334
5	2,011	298	298
<b>Всего</b>	<b>1,011</b>	<b>492</b>	<b>105</b>
<b>NPV при 12%</b>	<b>141</b>	<b>74</b>	
<b>IRR, %</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	
<b>MIRR, %</b>	<b>15%</b>		<b>13,60%</b>

Источник: Составлено автором

Другим результатом переоцененных начальных денежных потоков при расчете IRR является то, что проекты с разными сроками существования не могут сравниваться при помощи сравнения их IRR. Это наглядно представлено в таблице 2.7, которая показывает денежные потоки двух проектов с одинаковыми показателями IRR. Расчет дисконтированного денежного потока подтверждает, что более долгосрочные Проект J является более привлекательным, чем краткосрочный Проект G.

Таблица 2.7. Внутренняя норма прибыли в разных по срокам проектах

Год	Проект G	Проект 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>

Расчеты дисконтированного денежного потока и внутренней нормы прибыли основаны только на инвестировании денежных средств, они не принимают в расчет риск, связанный с принятием обязательств инвестировать денежные средства в будущем, а также необходимость (и, следовательно, затраты) создания ресурсов для осуществления этих будущих инвестиций. Это имеет особое значение для проектов государственно-частного партнерства, где строительство и, следовательно, инвестирование может осуществляться на протяжении нескольких лет или на более поздних стадиях проекта.

Расчеты дисконтированного денежного потока и внутренней нормы прибыли используются различными способами всеми сторонами проекта ГЧП. Тем не менее, вывод можно сделать такой, что все эти расчеты включают оценки будущих потоков денежных средств, а результаты, таким образом, настолько близки к истинным, насколько точны данные, используемые для этих оценок. Финансовые модели часто планируются на уровне с точностью до множества знаков после запятой - такие расчеты могут быть правильными арифметически, но они не имеют большого значения, так как основные данные не могут быть установлены с такой же точностью.

Расчет дисконтированного денежного потока может использоваться *публичным сектором*:

- При принятии решения приступить к прокьюременту проекта;
- При построении «публичного компаратора» (Public Sector Comparator / PSC), который представляет собой альтернативное представление проекта ГЧП - так, как если бы он был реализован в рамках традиционного бюджетного финансирования.
- При оценке предложений на тендере для проекта государственно-частного партнерства.

Внутренняя норма прибыли проекта (то есть IRR денежного потока до обслуживания долга или доходность акционерного капитала) может быть использована для доступа к общей финансовой жизнеспособности проекта без учета его финансовой структуры. Однако основным показателем для *инвесторов* является внутренняя норма прибыли акционерного капитала, то есть IRR денежного потока для инвестированного капитала в сравнении с первоначальными инвестициями в акционерный капитал. Она обычно используется в качестве пороговой ставки для инвестиций, то есть для того, чтобы инвестиции были оправданы, IRR инвестированного капитала должна быть  $x\%$  или выше.

Внутренняя норма прибыли на инвестированный капитал может быть использован для расчета:

- Первоначальных платежей за услуги;

- Пересмотренных платежей за услуги или компенсаций за расходы при определенных обстоятельствах на протяжении всего договора ГЧП;
- Прибыли от рефинансирования;
- Компенсации инвесторам за досрочное расторжение договора.

Если в проекте участвуют *лендеры*, то они используют внутреннюю норму прибыли проекта для расчета коэффициента покрытия кредиторской задолженности.

## **2. Принятие решения о государственно-частном партнерстве публичным органом власти.**

Поскольку обязательным основанием для партнерских отношений является взаимная выгода, которая должна носить вполне конкретный характер, быть объяснимой и измеримой, то одной из первостепенных задач будет оценка эффективности в рамках реализации конкретных проектов государственно-частного партнерства. Несмотря на неоднозначность подходов такой оценки, она несомненно является необходимым этапом для каждой из сторон партнерских отношений. А выбор формы и условий реализации, формирование целей и задач проектов ГЧП должны обладать обоснованностью и прозрачностью как со стороны государства, так и со стороны частного бизнеса.

В основе процесса разработки алгоритма оценки эффективности для проекта государственно-частного партнерства лежит всестороннее исследование и анализ всех основных компонентов управления: административного, технического, экономического и финансового.

Одним из главных элементов эффективного делового взаимодействия в сфере государственно-частного партнерства является финансово-экономическое планирование этого процесса.

Как уже упоминалось ранее, проекты государственно-частного партнерства должны приносить выгоду для каждого из участников. Ожидаемый эффект может быть получен сторонами ГЧП в разных областях, в том числе и не финансовых.

Согласование интересов сторон является одной из серьезных проблем в процессе оценки эффективности совместных соглашений государства и бизнеса, которые иногда ставят перед собой весьма противоречивые цели [70]:

- получение дополнительного дохода и максимизация прибыли на вложенный капитал;
- рост бюджетных поступлений;
- повышение уровня доходов;



- обеспечение открытости внешнеэкономических связей и эффективное участие в международном разделении труда и др.

На сегодняшний день в зарубежной литературе существует множество публикаций по вопросу разработки методологии и методического инструментария оценки эффективности государственно-частного партнерства. Российские экономисты также имеют свои точки зрения по этому поводу.

Например, Габдуллина Э.И. в своей работе [70] предлагает следующий алгоритм оценки эффективности региональных проектов государственно-частного партнерства. Первым этапом автор предлагает осуществлять качественную оценку предложенного проекта ГЧП, в процессе которой происходит формирование информационной базы по проекту, а также программы его реализации. Далее на основании этих данных разрабатывается технико-экономическое обоснование проекта. На втором этапе по различным видам категории эффективности происходит формулировка выводов о ценности партнерских отношений. И на третьем этапе осуществляется количественный анализ, в ходе которого оценивается целесообразность проекта государственно-частного партнерства с точки зрения экономики и финансов.

Лактюшина О.В. в своем исследовании [84] оценку эффективности организационно-экономического механизма ГЧП в управлении развитием сферы услуг предлагает проводить в два этапа. На первом этапе автор предлагает рассчитать эффективность ГЧП-проекта в целом. Сюда входит оценка значимости проекта, то есть масштабность, глобальность и т.д. Второй этап оценки осуществляется после разработки схемы инвестирования. Автор предлагает рассчитать эффективность организационно-экономического механизма государственно-частного партнерства после определения ценности проекта для каждого участника. Данный расчет Лактюшина О.В. осуществляет на базе интегральной балльной оценки, формируемой из комплексных и первичных показателей. Результатом оценки эффективности организационно-экономического механизма ГЧП в управлении развитием сферы услуг является вычисление итогового показателя эффективности.

Мы считаем, что данный подход не учитывает то, насколько проект является привлекательным на рынке инвестиций, а также оценку бюджетных затрат и рисков для принятия решения об исполнении проекта.

Особый интерес представляют исследования специалистов в области ГЧП в мире. Рассмотрим предлагаемую западными специалистами концепцию оценки, и вытекающие из нее принципы выбора схем взаимодействий в форме партнерства и обоснования его эффективности.

При решении вопроса о формировании социально-значимого проекта в рамках модели государственно-частного партнерства, правительству или государственному органу власти необходимо оценить является ли вариант партнерства с частным сектором лучшим методом использования ресурсов. Как правило, осуществляется оценка проекта и предложенной модели государственно-частного партнерства по четырем основным критериям [152]:

1. Целесообразность и экономическая обоснованность проекта (Feasibility study): проект является ключевым с точки зрения стратегических политических приоритетов, состояния отрасли, выполнения социально-экономических задач. Также данный критерий включает обоснование эффективности использования механизма государственно-частного партнерства при реализации проекта. Анализ осуществимости проекта важен для проверки выполнимости проекта, и включает в себя экономическую оценку обоснованности проекта по оценке «затраты-выгоды» (cost-benefit), а также критерий наименьших издержек для расчета ожидаемой полезности проекта.

2. Коммерческая жизнеспособность проекта (Commercial viability): может ли проект привлечь инвесторов и лендеров, ориентирующихся на надежную и рациональную доходность на вкладываемые ресурсы. Данный анализ, как правило, осуществляется на стадии проведения тендера по проекту государственно-частного партнерства.

3. Критерий «Цена-качество» (Value for money): является ли реализация проекта по предложенной схеме государственно-частного партнерства лучшим ожидаемым результатом по сравнению с другими возможными схемами. Данная оценка может включать сравнение с моделью бюджетного финансирования, а также сравнение с альтернативными моделями ГЧП для проверки того, что предложенный вариант достигает наилучшего результата (оптимальное распределение рисков).

4. Фискальная ответственность (Fiscal responsibility): являются ли общие доходы от проекта, полученные от пользователей услуг или государственных органов (или обоих участников вместе), достаточными для обеспечения возврата средств за построенную инфраструктуру. Данный критерий включает оценку бюджетных затрат проекта и, в терминах бюджетных расходов и бюджетных рисков, заключение, что проект может быть исполнен при бюджетной экономии и выполнении других бюджетных ограничений.

В мировой практике органы власти могут потребовать пересмотра оценок на этапе реализации проекта государственно-частного партнерства. И логика здесь очевидна, ведь окончательные затраты проекта (а, следовательно, ценовая доступность и анализ «затраты-выгоды») неизвестны, пока не начнется предоставление самих услуг.

В странах, успешно применяющих государственно-частное партнерство, основной целью государственных органов власти при исполнении проекта государственно-частного партнерства является выполнение критерия «цена-качество» (Value for money), то есть достижение оптимального соотношения между выгодами проекта и затратами, при предоставлении желаемого потребителями качества услуг. В частности, в рамках данного вопроса Европейским Союзом разработаны специализированные стандарты оценки эффективности государственно-частного партнерства - Value for Money (VfM) [102].

В мировой практике существует несколько подходов к оценке критерия «цена-качество». Как правило, первоначально проект государственно-частного партнерства оценивается качественно. А именно проверяется соблюдение всех условий ГЧП для правильности отражения критерия «цена-качество», например, что выбрана оптимальная модель проекта и создана конкурентная среда [110].

Критерий «цена-качество» может использоваться во многих вопросах по реализации определенного проекта государственно-частного партнерства. Например, он может применяться для сравнения различных моделей ГЧП: «проектирование-строительство» (design-built, DB) со схемами «проектирование-строительство-управление» (design-built-operate, DBO) и «проектирование-строительство-управление-обслуживание-финансирование» (design-built-operate-maintain-finance, DBOMF). На практике данный подход отличается сложностью и высокой стоимостью, в связи с чем, как правило, используется двухшаговая процедура. Сначала в ходе проведения структурирования проекта выбирается лучшая схема государственно-частного партнерства, а затем, данный выбранный метод сравнивается с бюджетным финансированием [110].

Использование государственно-частного партнерства с вариантом реализации проекта посредством бюджетного финансирования может сравниваться разными способами. Наиболее распространенным является сравнение затрат, а именно сравнение скорректированных на риск затрат государства при обычных бюджетных закупках с ожидаемыми затратами государства при выборе проекта ГЧП или с реальными предложениями участников тендера на выполнение проекта. Альтернативой является сравнение двух вариантов на основании экономического анализа «затраты-выгоды», что означает количественно взвесить ожидаемые преимущества проекта ГЧП над обычным бюджетным финансированием с учетом дополнительных затрат.

Важным этапом при оценке критерия «затраты-выгоды» является оценка рисков превышения сроков реализации проекта, а также превышения расходов бюджетов, характерных для проектов с бюджетным финансированием.

Несмотря на то, что количественные подходы к оценке «цена-качество» являются обязательными во многих странах, расчет данного показателя является сложным на практике, и, на наш взгляд, не всегда может быть необходимым и оправдывать затраты на его проведение. При отсутствии возможности государственного участия в проекте (например, у правительства нет достаточных бюджетных средств для выполнения проекта) или уже есть аналогичные примеры из практики, которые свидетельствуют, что частное финансирование (например, платных дорог) работает лучше, чем государственное, детальное сравнение необязательно.

Государственный сектор может использовать вместо количественного анализа или в дополнение к нему качественный подход для проверки, что государственно-частное партнерство вероятно достигает критерия «цена-качество». Как правило, данная процедура включает в себя проверку выполнения следующих условий:

- проект структурирован правильно, чтобы сделать возможным наилучшее использование механизмов ГЧП;
- формируется конкурентоспособная среда для проведения конкурса (тендера) для реализации проекта ГЧП.

Наиболее широко применяемый количественный инструмент для оценки «цена-качество» происходит из метода, первоначально используемого в практике ГЧП Англии (PFI) в начале 90-х годов [144], в котором осуществляется сравнение фискальных затрат при осуществлении проекта государственно-частного партнерства с бюджетными расходами при государственном финансировании.

Основным инструментом странами с развитым механизмом ГЧП для расчета фискальных затрат при оценке «цена-качество» уделяется построению «публичного компаратора» (PSC): расчет затрат государства при реализации проекта с использованием только бюджетного финансирования. Оценка PSC является достаточно сложной процедурой из-за необходимости учета определенных поправок для обеспечения справедливого сравнения.

Публичный компаратор может использоваться на двух этапах принятия решения государственным органом:

1. Перед объявлением о конкурсе: PSC может быть сравнен с «базовым сценарием» проекта государственно-частного партнерства, то есть является аналогом «Рыночного компаратора» - модели ожидаемых затрат проекта при условии ГЧП. Это может помочь определить, может ли правительство ожидать, что проект ГЧП достигнет критерия «цена-

качество» до продолжения более детального анализа (данный метод используется в Великобритании).

2. Во процессе проведения конкурса: PSC может быть также сопоставлен с реально поступившими заявками на выполнение проекта государственно-частного партнерства (данный метод используется в Австралии).

Несмотря на очевидную логику данной концепции, в странах, где публичный компаратор часто использовался (Великобритания, Австралия), существует много критики относительно полезности использования данного критерия.

Проанализировав критику в адрес PSC, можно отметить неизбежную неточность оценок для долгосрочных проектов, недостаток согласованности в методологии и отсюда возможность манипулировать для достижения желаемого решения.

При расчете PSC, как правило, отправной точкой является «лучшая» оценка капитальных вложений, а также затрат на эксплуатацию и обслуживание во время всей жизни проекта при реализации проекта в рамках бюджета (затрат жизненного цикла).

Затраты жизненного цикла содержат все затраты (включая расходы на риски) ожидаемые на протяжении всей жизни проекта. Это означает, что они включают не только строительные или капитальные расходы проекта (известные как «Капитальные вложения»), но и расходы, связанные с эксплуатацией и обслуживанием проекта (известные как «CAPEX»), а также затраты на разработку проекта.

Любой новый проект характеризуется не только крупномасштабными капитальными затратами, но и различными другими расходами на протяжении всего срока своего существования. Поддержание объекта в течение всего этого времени требует значительных расходов, которые будут понесены в рамках договора о государственно-частном партнерстве. Эти и другие расходы довольно трудно оценить количественно.

Финансовая модель должна включать оценки всех издержек жизненного цикла, в том числе затрат на финансирование.

Далее представлен список возможных затрат, включенных в список анализа затрат жизненного цикла.

Таблица 2.8. Затраты жизненного цикла проекта государственно-частного партнерства

Вид затрат	Описание
Капитальные расходы (CAPEX)	Затраты на разработку проекта, включая планирование, экологические документы, проектирование и закупки, затраты на приобретение и затраты на строительство. Эти затраты, понесенные в течение первых нескольких лет срока концессии (или срока действия договора).
Операционные расходы	Текущие затраты проекта (например, уборка снега).
Эксплуатационные затраты и расходы на текущий ремонт	Расходы, связанные с поддержанием работоспособности проекта.
Расходы на реконструкцию	Данные расходы включены в CAPEX. Примером являются такие затраты, как замена дорожного покрытия.
Управленческие расходы	В данную категорию входят административные расходы, расходы на аренду офиса, зарплату сотрудникам и т.д.
Финансовые расходы	Затраты, связанные с процентной ставкой по кредиту, банковские комиссии и т.д.

Источник: Составлено автором

Публичный компаратор дает возможность наряду с качественным анализом, определять затраты (включая условные обязательства) и выгоды, связанные с участием частного сектора. Для справедливости сравнения PSC и ГЧП, в данной экспертизе необходимо применить две корректировки [110]:

- **Корректировка на риск:** передача части рисков проекта от государства к частному сектору является одним из существенных отличий между бюджетным финансированием и государственно-частным партнерством. В ожидаемой доходности частного инвестора должны быть учтены эти переданные риски. Из чего также следует, что в расчет PSC также необходимо включать эти риски для «справедливого» сравнения.

- **Корректировка на «конкурентную нейтральность»:** публичный проект или организация могут иметь преимущества или недостатки по сравнению с частной компанией, которая создает затраты или прибыль для правительства, которые обычно не принимаются в расчет при рассмотрении издержек при реализации проекта в рамках бюджетного финансирования. Например, налоговые обязательства между этими двумя методами могут различаться, и эти различия должны быть скорректированы при расчете PSC.

Порядок совершения платежей также различается. В проектах государственно-частного партнерства обычно платежи распределены во времени, в то время как при

осуществлении государственных закупок строительные расходы должны осуществляться в форме аванса. Для получения единой цены проекта денежные потоки поступлений обычно представляются в виде NPV, что требует определения ставок дисконтирования для расчета будущих выплат как для модели ГЧП, так и для PSC.

В мировой практике для расчета публичного компаратора используются различные методы. Так, детализированное руководство по PSC в Великобритании сопровождается разработанными в Microsoft Excel шаблонными файлами для проведения количественного анализа критерия «цена-качество». А методический материал по государственно-частному партнерству в Южной Африке включает детальное описание вычисления и применения публичного компаратора при оценке целесообразности проекта.

Несмотря на популярность использования PSC в международной практике, устоявшейся методологии не существует. Например, остро стоит вопрос о выборе подходящей ставки дисконтирования при расчете текущей стоимости (present value), и как должна рассчитываться цена за риск.

Расчет стоимости проекта при использовании публичного компаратора разделен на несколько этапов расчета NPV:

- «Первоначальный PSC» (Raw PSC) – стоимость всех доходов, капитальных и операционных затрат и при осуществлении проекта органом государственной власти.
- «Конкурентная нейтральность» (Competitive neutrality) – стоимость конкурентных преимуществ государства перед частными компаниями благодаря государственной собственности. В данном разделе, как правило, рассчитываются налоговые и иные платежи, которые не осуществляются государством.
- «Передаваемые риски» (Transferable Risk) – оцененная стоимость рисков, передаваемых частному партнеру.
- «Остаточные риски» (Retained Risk) – оцененная стоимость рисков, не передаваемых частному партнеру.

Критерий «цена-качество» рассчитывается как разница между PSC и заявками на реализацию проекта государственно-частного партнерства с поправками на «Остаточные риски».

Достаточно трудным процессом является сравнение расходов PSC и ГЧП, независимо от того, происходит ли сравнение на основании первоначальной оценки или фактических предложений на тендере. Очевидно, что эти расходы не будут одинаковыми. Потому что по договору государственно-частного партнерства риски передаются частному сектору, и, следовательно, они увеличиваются, чтобы компенсировать это. Например, если строительный

субподрядчик для проекта ГЧП должен принять дополнительные строительные риски, то расходы на строительство вырастут для обеспечения этого риска, таким образом, такие же затраты на строительство не могут быть использованы в PSC, где этого дополнительного риска не будет. Кроме того, невозможно заранее спрогнозировать и включить в первоначальную оценку сравнения ГЧП с PSC возможность частной компании осуществления каких-либо инновационных внедрений, что может быть весьма выгодным для проекта ГЧП.

Что касается операционных расходов, субподрядчики будут увеличивать стоимость договора о государственно-частном партнерстве при передаче им рисков. Также по проекту ГЧП государственный орган будет нести дополнительные расходы по прокьюременту, переговорам и последующим контролю проектной компании, которые бы отсутствовали при осуществлении проекта без привлечения стороны частного сектора.

Расчет корректировки для различных налогов проекта ГЧП должен быть теоретически простым процессом, так как он дает результат налога на чистые доходы проекта. Если государственный орган не аккумулирует налоги, может не возникнуть прямой выгоды от этого дополнительного налогового потока в государственный или региональный органы власти. Однако с точки зрения экономики в целом данная выгода является экономически эффективной, и поэтому имеет смысл ее учитывать. Тем не менее, теория и практика налоговых платежей имеют тенденцию отклоняться друг от друга, они зависят от структуры собственности проектной компании и ее налоговых обязательств. Например, использование акционерного субординированного долга вместо собственного капитала может практически исключить налоговые платежи для проектной компании. Поэтому очень трудно обобщать дополнительную налоговую выгоду, которая будет получена от ГЧП, или даже сравнивать одного участника тендера с другим в данном контексте.

Когда PSC с поправкой на риск опубликован государственным органом или государственным ревизионным управлением, конечный результат может выглядеть как в таблице 2.8. NPV платежа за услуги, как правило, выше, чем NPV затрат государственного сектора из-за более высокой стоимости финансирования. Подробные обоснования для PSC регулировок, которые это уравнивают, редко публикуются, поэтому расчет должен быть принят на доверии. Следовательно, опубликованные с корректировкой на риск PSC редко выглядят убедительно, но, как отмечалось выше, PSC без поправки на риск также не являются показательными, и в любом случае выбор ставок дисконтирования для оценки PSC и ГЧП приводит к большим различиям в результатах.



Таблица 2.9. Сравнение PSC и ГЧП

	<b>PSC</b>	<b>ГЧП</b>
NPV затрат государственного органа (включая CAPEX и OPEX)	900	
NPV платежей за услуги		1,000
NPV корректировок риска	90	
NPV добавочного налога	45	
Скорректированный на риск NPV	<b>1,035</b>	<b>1,000</b>

Источник: Составлено автором

Должен ли расчет PSC быть доступен для участников тендера? Практика показывает различные ответы на данный вопрос: некоторые страны придерживаются мнения, что он не должен быть опубликован, потому что это может привести к тому, что претенденты будут рассматривать PSC как целевую цену вместо предоставления своих лучших предложений. Другие считают, что раскрытие PSC поможет участникам правильно понимать требования тендера.

Логично, что NPV проекта ГЧП должна регулярно пересчитываться на протяжении всего процесса прокьюрента и сравниваться с PSC, чтобы подтверждать то, что ГЧП сохраняет преимущество перед PSC. Если было принято решение использовать публичный компаратор, то учитывая дороговизну использования данного инструмента, мы считаем, что он должен повторно анализироваться только при наличии существенных изменений в объеме или характере проекта, или если становится очевидным, что элементы затрат или риска должны быть повторно оценены (хотя последний, вероятно необходимо пересчитать еще раз для получения правильного результата). Таким был подход в Великобритании до 2004 года, и до сих пор имеет место в некоторых других странах, которые используют PSC, такие как Австралия и Нидерланды. Данный подход имеет некоторое преимущество, так как на поздней стадии использование PSC может быть инструментом для ведения переговоров с участниками для снижения стоимостей их предложений.

Но, как показывает практика, невозможно изменить курс тендера к концу длительного периода на основании расчета, который носит всего лишь теоретический характер. Таким образом, если PSC планируется использовать, то мы предлагаем это делать на начальных стадиях закупок, когда он может повлиять на решение. Как происходит в настоящее время в Великобритании. Однако это означает, что PSC и ГЧП основываются на оценках первоначальной стоимости, а не предложений участников тендера. Данные расчеты довольно трудно подтвердить. В частности, корректировки склонности к оптимизму только для PSC

являются очень сомнительными, потому что есть также часто существенная склонность к оптимизму на ранних стадиях тендера ГЧП, таким образом, окончательные платежи за услуги могут быть значительно выше, чем ожидалось на начальном этапе планирования.

Одним из достаточно справедливых, на наш взгляд, замечаний в адрес PSC является то, что он фокусируется только на финансовых затратах для государства в проектах государственно-частного партнерства. Оценка ожидаемых выгод и сравнение чистых экономических эффектов от ГЧП и госзакупок предусматриваются в более глубоких и всесторонних подходах.

В международном опыте существуют различные методики оценки нефинансовых выгод от государственно-частного партнерства и их трансформации в количественные показатели. Тем не менее, во многих развивающихся странах основной целью применения механизма ГЧП является не сокращение издержек, а передача сервисного обслуживания частным компаниям. Так, например, если государство хочет, чтобы дороги лучше и дольше эксплуатировались, тогда обслуживание дорог частным сектором могут принести гораздо больше пользы для торгового и экономического развития.

Сравнение фискальных расходов ГЧП и госзакупок не может отразить изменения в качестве обслуживания. В тех случаях, когда такие ожидаемые выгоды существенны и желателен количественный анализ критерия «цена-качество», то экономическое сравнение «затрат-выгод» вероятно будет лучшим методом.

Не важно за счет чего происходит финансирование этих затрат - за счет налогообложения, заимствований государственного сектора или государственно-частного партнерства - экономические выгоды не должны зависеть от этого. Государственный орган, как правило, использует либо расчет дисконтированных денежных потоков, либо расчет внутренней нормы прибыли для этой цели, допуская различные сроки этих затрат и выгод.

Через использование расчета дисконтированного денежного потока, выгоды проекта ГЧП может быть оценены как: NPV выгод от проекта, а также NPV положительных внешних факторов. Затраты могут быть оценены как: NPV проектных затрат, а также NPV негативных внешних факторов.

NPV этих значений рассчитывается с использованием ставки дисконтирования публичного сектора (Public-sector discount rate / PSDR). Как и с любыми инвестициями, если итоговая чистая приведенная стоимость положительная, то инвестирование является обоснованным. Однако, сложность простого подхода дисконтированного денежного потока заключается в том, что при выборе проектов, данный подход может показать, что наиболее выгодным является проект с самыми большими затратами. И поэтому необходим анализ

«затраты-выгоды». Если выгоды не могут быть легко оценены, что, например, характерно для проектов социальной инфраструктуры, тогда необходимо сравнивать только затраты (данный подход известен как «анализ эффективности затрат»).

Существует и другая проблема использования расчетов дисконтированного денежного потока для принятия инвестиционных решений со стороны государственного органа власти – эффект долгосрочного планирования дисконтированных затрат [163] (таких как затраты по выводу из эксплуатации атомной электростанции или стоимость выкупа земли). К примеру, если проект включает расход в размере 1 млн. у. е. со стороны публичного сектора на протяжении 30 лет, дисконтирование по ставке 6% дает расход по сегодняшним условиям 174 110 у. е., который может рассматриваться как небольшой в отношении к NPV проекта в целом. Но этот 1 млн. у. е. необходимо найти, таким образом, используя расчет DCF для принятия инвестиционных решений, где есть крупные расходы ближе к концу проекта, происходит планирование заниженного бремени в будущем. Более того, чем выше ставка дисконтирования, тем больший эффект от таких затрат не учитывается.

Выбор ставки дисконтирования публичного сектора является довольно сложной задачей, и подход к ее определению варьируется в различных странах. Важно не завязать ставку дисконтирования, так как эффектом может послужить недооцененные выгоды, которые могут быть возможны в одном из рассматриваемых будущих периодах, и, следовательно, препятствие долгосрочному планированию инвестиций публичным сектором. Инвестиции государственного сектора, как правило, включают в себя первоначальный отрицательный инвестиционный расход, затем следуют положительные денежные потоки. Отсюда, чем ниже ставка дисконтирования публичного сектора, тем более привлекательно инвестирование. Удивителен тот факт, что международный консенсус о том, как определить ставку дисконтирования публичного сектора, отсутствует.

Одним из подходов является использование «безрисковой ставки» публичного сектора, затем рассчитывается корректировка к этой ставке для того, чтобы отразить риск проекта, который может быть сделан через:

- Общую корректировку на риск ставки для всех проектов государственного сектора (обычно используются, когда не должно быть сделано сравнение с проектами частного сектора); или
- Стандартную корректировку на риск ставки для всех проектов в конкретном секторе (как, например, в Норвегии) - таким образом, для проекта строительства дороги, который имеет высокий риск перерасхода средств на строительство и неопределенность

требований долгосрочного использования, будет использоваться высокая ставка дисконтирования публичного сектора; или

- Корректировку ставки для проекта, которая отражает определенный риск (например, в Ирландии или Нидерландах).

Аргументом для общей ставки дисконтирования служит то, что государственный сектор распределяет риски во множестве проектов, так что это скорее средний уровень риска, нежели риск наихудшего сценария развития или риск определенного проекта, который должен быть принят во внимание. Однако это означает, что проекты с высокой степенью риска, которые должны быть в менее благоприятном положении, чем проекты с низким уровнем риска, будут на самом деле выглядеть одинаково. Существует веские основания для признания того, что нет «правильного» ответа об уровне ставки дисконтирования публичного сектора, исходя из чего мы предлагаем использовать целый ряд различных ставок дисконтирования, и посмотреть, как будет выглядеть общая картина.

Но существует еще и такая проблема с любой учетной ставкой, как затраты на ранней стадии строительства, так что даже использование высокой ставки дисконтирования не скорректирует их, чтобы отразить риск перерасхода средств. Поэтому альтернативный подход заключается в использовании безрисковой ставки для всех государственных инвестиций для корректировки прогнозируемых результатов, которые дисконтируются. Таким образом, в случае строительства дорог, расход по проекту, операционные затраты и прогнозы использования будут скорректированы, чтобы отразить риск того, что результат может отклоняться от планируемого. Так как прогнозы затрат и выгод не являются точными, имеет смысл использовать целый ряд различных сценариев риска с дисконтированием по безрисковой ставке, и делать выводы по спектру результатов. Возможно, есть смысл использовать ставку с поправкой на риск и безрисковую ставку отдельно, чтобы увидеть, приводят ли они к разным результатам, и если да, то почему, но на практике это обычно не делается.

В 2002 и 2004 годах в Великобритании проводились исследования с целью определения разумного диапазона «склонности к оптимизму» в качестве основы для корректировки прогнозируемых результатов проекта государственного сектора на риск. То есть, риск того, что государственный сектор, как правило, чрезмерно оптимистичен о результатах и, таким образом, например, имеются существенные перерасходы по сравнению с первоначальными прогнозами. (Одна из причин такого оптимизма, кроме непрофессиональных навыков управления проектами, в том, что, при ограниченности средств государственного бюджета государственные должностные лица имеют плюсы для карьеры от завершения проектов, и не

обязательно наказываются, если будет перерасход в стоимости проекта. Таким образом, есть стимул преуменьшить затраты, чтобы их проекты были одобрены). Широкий спектр результатов, отраженный в текущих допустимых диапазонах склонности к оптимизму британского казначейства на капитальные расходы для новых (стандартной конструкции) зданий от 2% до 24%, а для дорог между 15% и 32%, что показывает, как много неопределенности в этой области. (Данные значения, конечно, не принимают во внимание возможность государственного органа управления устранить перерасход через осуществление контракта «проектирование-строительство» «под ключ» вместо обычного подхода «проектирование-конкурс-строительство».)

Еще одним актуальным вопросом является определение безрисковой ставки, которая должна быть использована в качестве основы для любого из этих расчетов. В различных странах она определяется по-разному:

- как текущий рыночный курс государственных облигаций (в Ирландии, Нидерландах и США), или
- как фиксированная ставка, основанная на исторически среднем значении по государственным облигациям, или
- как «социальная ставка дисконтирования», то есть ставка, по которой частные инвесторы готовы отказаться от сегодняшнего потребления в пользу будущего потребления (при условии, что это сделка без риска).

Социальная ставка дисконтирования и долгосрочная ставка, основанная на исторически среднем значении по государственным облигациям, должны быть похожи, но проблема их использования заключается в том, что они могут иметь существенные расхождения с текущими рыночными ставками, что искажает результаты, особенно, где рыночные затраты на финансирование наступят в будущем, что характерно для проектов государственно-частного партнерства. Опять же нет международного консенсуса в правильном подходе. Таким образом, в Великобритании безрисковая дисконтированная ставка публичного сектора была снижена с 6% (без учета влияния инфляции) до 3,5% в 2003 году, что было рассчитано правительством как социальная ставка дисконтирования [163, 61]. С того времени процентные ставки существенно снизились и даже реальная ставка 3,5% в настоящее время выше, чем инвесторы ожидают от безрисковых инвестиций.

Условный характер фиксированной дисконтированной ставки публичного сектора иллюстрируется изменениями, внесенными правительством Норвегии в 2005 году. До тех пор, размер ставки составлял 3,5% плюс наценка за риск в диапазоне 0,5% -4,5%. Ставка 4,5% применялась к дорожным проектам, которые, как считается, представляют высокий риск, что

поднимало общую ставку дисконтирования до уровня 8%. Швеция, с другой стороны, использовала общий коэффициент на уровне 3%. Это означало, что проект строительства конкретного моста между Швецией и Норвегией был экономически оправдан для Швеции, но не для Норвегии, хотя большинство его пользователей были граждане Норвегии. В 2005 году Норвегия изменила ставку дисконтирования публичного сектора до 2% плюс наценку за риск до уровня 2% [148].

Альтернативой расчетам, основанным на дисконтированных денежных потоках, является использование «экономической нормы прибыли» (Economic rate of return / ERR), то есть расчет IRR, который использует экономические значения. Это может быть противопоставлено «финансовой внутренней норме прибыли» (Financial rate of return / FIRR), то есть прямому возвращению денежных потоков от проекта. В расчетах ERR, для того, чтобы быть оправданными, инвестиции должны пройти барьерную ставку IRR, так же, как и в дисконтированной ставке публичного сектора. Но опять же, как было рассмотрено ранее, расчет IRR имеет свои недостатки - в частности, недооцениваются будущие платежи. Эта проблема также должна быть учтена, а в идеале скорректирована путем изменения ставки реинвестирования в дисконтированной ставке публичного сектора через расчет MIRR, чтобы лучше отразить реальность. Кроме того, выбор барьерной ставки и корректировка на риск являются такими же сложными задачами, как и расчеты, основанные на дисконтированных денежных потоках.

Можно сделать вывод, что оценка эффективности проекта и выявление способов ее обеспечения в связи с длительностью жизненных циклов партнерства, а также высокими требованиями к качеству результатов должна осуществляться стороной государственной власти не только на этапе предпроектной подготовки. Необходима разработка определенного механизма оценки, который позволил бы в течение всего срока жизнедеятельности партнерства, а также в критических ситуациях определять направления и методы коррекции возникающих отклонений эффективности от прогнозируемого уровня. Данные расчеты должны предполагать вариативность параметров и условий реализации проекта, а также включать возможность анализа и оценки последствий их изменений и соотнесения с прогнозными значениями. В центре внимания должны находиться критические факторы, прогнозные тенденции и, в конечном счете, сравнение и выбор возможных путей компенсации возникающих отклонений для достижения поставленных целей.

Критерий «цена-качество» может быть рассчитан для одного конкретного проекта государственно-частного партнерства или для нескольких проектов с одинаковыми характеристиками (по секторам экономики, по регионам, по схемам ГЧП) на программном

уровне. Несмотря на то, что анализ «цена-качество» очень часто критикуется экономистами, особенно в развивающихся странах, многие программы ГЧП требуют количественной оценки критерия «цена-качество», которая обычно включает сравнение выбранного метода ГЧП с публичным компаратором.

Качественный анализ, предусматривающий оценку нефинансовых выгод от ГЧП, с одной стороны, является достаточно логичным этапом. С другой стороны, он вносит еще больше сложности и субъективизма в анализ критерия «цена-качество» по сравнению с публичным компаратором.

### **3. Принятие инвестиционного решения по проекту государственно-частного партнерства частным сектором.**

При принятии решения инвестировать в новый проект, инвестор должен учитывать, предоставят ли инвестиции адекватную отдачу. Исходным показателем, который это измеряет, как правило, является собственная стоимость капитала инвестора. Для компании, использующей средневзвешенную стоимость капитала (Weighted average cost of capital / WACC), то есть средневзвешенное значение затрат на ее собственный капитал и заемного финансирования, простой расчет WACC будет выглядеть 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 – просроченная задолженность компании,

Re – рентабельность собственного капитала, выраженная как норма прибыли,

Rd – стоимость заемного капитала,

T% – ставка налога на прибыль (так как налоги вычитаются из долга) более сложный расчет может различать начальные налоговые льготы на инвестиции и последующие налоговые сборы.

Расчет Re (стоимость собственного капитала) является более сложным нежели расчет Rd (стоимость заемного капитала). При расчете этого показателя необходимо принимать во внимание как премию за общие риски применительно к любой компании по сравнению с безрисковыми инвестициями в государственный долг, а также особую премию за риск, который фондовый рынок приписывает к собственной деятельности компании. Расчет (известный как модель оценки финансовых активов (Capital Asset Pricing Model / CAPM)) выглядит следующим образом:

$$Re = Rf + \beta(Rm - Rf),$$

Где  $R_f$  – безрисковая ставка, то есть стоимость долга государства,

$R_m$  – рыночная премия за риск, то есть средняя норма прибыли, которую инвесторы ожидают от инвестирования на рынке капитала,

$\beta$  – премия за риск конкретной деятельности компании, сравниваемой с рынком в целом; если предполагается, что компания имеет тот же риск, что и рынок в целом,  $\beta=1$ .

Таким образом, если компания финансируется 1% за счет собственного капитала, стоимость ( $R_e$ ) которого была рассчитана как 12% годовых с помощью CAPM, и 99% за счет заемных средств стоимостью 13% ( $R_d$ ), с налоговой ставкой в размере 20%, то расчет будет выглядеть так:

$$WACC = \left( \frac{1}{100} \times 12\% \right) + \left( \frac{99}{100} \times 11\% \times (1 - 20\%) \right) = 8,8\%$$

Средневзвешенная стоимость капитала, используемая в качестве ставки дисконтирования для дисконтирования будущих финансовых потоков денежных средств, ожидаемых от деятельности компании, таким образом, производит расчет чистой приведенной текущей стоимости компании. Поскольку WACC является общей требуемой рентабельностью деятельности компании, предварительные денежные потоки от новых инвестиций должны по крайней мере соответствовать этой норме прибыли, чтобы сохранить стоимость компании.

В теории корпоративных финансов, изменения в левеидже компании (то есть соотношения между акционерным и заемным капиталом) не изменяют ее WACC (если риск, присущий деятельности не изменился), так что если левеидж увеличивается (например, долг превысит 99% в приведенном выше примере), относительные затраты на  $R_e$  (то есть расчет CAPM) и  $R_d$  будут корректировать таким образом, чтобы WACC остался на уровне 8,8%.

В соответствии с вышесказанным можно предположить, что WACC проектной компании должна равняться собственной WACC инвестора, но это не тот случай, WACC проектной компании должна быть принята во внимание, но она может отличаться от инвесторов из-за того, что:

- системы рисков проектной компании и других предприятий инвесторов различаются, и только деятельность с тем же общим уровнем риска должна иметь такую же WACC;
- разные инвесторы имеют разные уровни WACC;
- происходят существенные изменения в левеидже в течение жизни проекта (высокий вначале и низкий в конце), поэтому нет совместимого взвешивания собственных и заемных средств, как предложено в модели WACC;



- налоговый статус проектной компании, вероятно, будет отличаться от ее инвесторов, а также существенно меняться с течением времени.

Но также обычно считается, что существует разница между теоретически ожидаемыми WACC многих проектных компаний государственно-частного партнерства, и их фактическими WACC (и, следовательно, уровень платежей за услуги выше, чем они должны быть). Данные расчеты основаны на  $\beta$ , которая должна применяться в CAPM. Можно было бы ожидать, что  $\beta$  для проекта ГЧП будет такой же, как для проектов общественного пользования (водо- и электроснабжение, транспорт), около 0,5 [147], то есть половина среднего риска на рынке в целом (хотя в проектах государственно-частного партнерства есть дополнительные риски в строительстве и эксплуатации). На самом деле инвесторам ГЧП требуется  $\beta$ , как правило, значительно выше.

С другой стороны, так как расчет WACC основан на рыночной стоимости инвестиций в акционерный капитал, то если однажды участник тендера выиграл, стоимость вложенного капитала сразу становится выше, чем первоначальные инвестиции. Это говорит о том, что претендент не платит полную стоимость за инвестиции, или что оценка завышена государственным органом власти. Таким образом, WACC может быть не подходящим показателем для проектной компании.

Альтернативной мерой стоимости капитала для проектов ГЧП является IRR проекта. Этот показатель рассчитывается как IRR от первоначальных инвестиций, полученных от прогнозируемого чистого операционного денежного потока (до финансовых расходов) в течение срока проекта, и, следовательно, равен взвешенной доходности от собственных и заемных средств. IRR проекта для проектной компании ГЧП не является ее WACC, потому что WACC представляет собой начальное состояние проекта (предполагая, что это состояние будет постоянным), в то время как IRR проекта основан на прогнозировании всего срока жизни проекта (и, следовательно, позволяет изменять левверидж и конечное состояние проекта). IRR проекта, таким образом, дает более точное представление о предполагаемой стоимости капитала в течение срока действия стандартного проекта ГЧП.

Следует также отметить, что WACC и IRR проекта представляют собой не только доходность от капиталовложений в объект, но и прибыль от услуг (или доходность от продолжающихся рисков, таких как обслуживание). Это не может сравниваться с «чистым» финансированием капиталовложений. Таким образом, со стороны государственного органа власти IRR проекта представляет собой общую доходность, которую частный сектор получает для обеспечения объекта и связанных с ним услуг.

На практике стандартным подходом, который участники торгов используют для ценообразования проектов ГЧП, является определение леввериджа и стоимости долга, а затем применение их требуемой доходности капитала к балансу финансирования. Доходность капитала в проектах государственно-частного партнерства рассчитывается с использованием IRR капитала, что является IRR денежного потока, полученного из:

- первоначальных инвестиций в уставный капитал проектной компании;
- дивиденды по этому капиталу в течение срока действия проекта;
- любая остаточная стоимость (например, от продажи земли после окончания договора ГЧП).

В связи с тем, что инвесторы могут вступать в проекты государственно-частного партнерства на разных стадиях и с различными инвестиционными стратегиями, требуемая внутренняя норма прибыли капитала может варьироваться. Проект ГЧП имеет как обязательно присущий риск проекта, так и различные уровни риска в течение последующих этапов проекта, и инвесторы оценивают свою требуемую доходность в зависимости от того, когда они приходят в проект. Это иллюстрируется таблицей 2.10, которая показывает, как появление инвестора на разных этапах может создать целевую IRR капитала, принимая во внимание эти факторы.

Таблица 2.10. Этапы проекта и требуемая доходность капитала

Этап	Безрисковая ставка	Проектный риск	Риск фазы проекта	IRR капитала
Строительство	6%	2-4%	4%	12-14%
Развитие спроса использования	6%	2-4%	2%	10-12%
Долгосрочная эксплуатация	6%	2-4%	-	8-10%

Источник: Составлено автором

Безрисковая ставка является WACC участника тендера. Проектный риск – это риск, который существует в течение всего срока проекта и отображает специфику проекта: таким образом, строительство дороги на основе концессии с высоким риском использования находилось бы на верхней границе этой шкалы, а проект по строительству жилья без риска использования – на нижней. Риск фазы проекта – это риск, относящийся к отрезку времени, когда инвестор приходит в проект.

Таким образом, номинальная IRR капитала (то есть без вычета эффекта от инфляции), которую участники торгов первичного рынка в настоящее время ожидают от проектов ГЧП на рынках таких стран, как Австралия, Канада, Великобритания и США - то есть тех, которые открыты для общей международной конкуренции со стороны инвесторов в капитал, находится в диапазоне 12-14%. Обязательные доходности постепенно снижаются по мере развития

программы ГЧП, риски по проектам понимаются лучше инвесторами, а также инвестиционный пул становится глубже, но доходности капитала ГЧП по-прежнему в целом выше, чем инвестиции, к примеру, в ЖКХ. Кроме того, не учитываются потенциальные выгоды от долгового финансирования или долевого продажи на вторичном рынке.

Например, в Австралии (штат Виктория) должна быть рассчитана теоретическая CAPM для проектов ГЧП, так как она используется в качестве ставки дисконтирования при сравнении проектов ГЧП, а также ГЧП с PSC [151]. Этот подход не учитывает левверидж, и, следовательно, ставка CAPM такая же, как и WACC, что, возможно, сомнительно, но в данном случае это не влияет на результат. Для этого, премия за рыночный риск была рассчитана для партнерств Виктории как 6% (без учета инфляции) и CAPM  $\beta$  для проектов ГЧП (кроме тех, которые включают риск использования объекта после завершения) была рассчитана 0,3-0,5%. Принимая ставку 0,5%, ставка CAPM для проекта ГЧП должна включать:

- безрисковую ставку 3% (то есть по курсу государственных облигаций),
- премию за риск 3% (6% рынка риска премиум  $\times$  0,5  $\beta$ ),
- инфляцию 2,25% (используется в расчетах Виктории),

что составляет совокупную доходность в размере 8,38%. Это, очевидно, значительно ниже фактической IRR капитала (упомянутой выше в размере 12-14%, как типичный для таких проектов).

Причины такого расхождения между теорией и практикой:

- необходимость учета затрат при потере предложений - если участник тендера выигрывает один проект из трех, то эта сделка должна оплатить расходы на тендер двух других;
- использование стандартных барьерных ставок для инвестиций корпоративными инвесторами, которые не принимают во внимание более низкий уровень долгосрочного риска инвестиций ГЧП с надежным потоком доходов, сравнивается с инвестированием в другой бизнес, где есть гораздо больше неопределенности. Например, в таблице 2.10, где применяется этот подход, не верно было бы считать, что безрисковая корпоративная WACC является базой, к которой следует добавлять доходность конкретного проекта, так как корпоративная WACC уже принимает во внимание риск;
- конкуренция со стороны других высокодоходных инвестиций в капитал (венчурный капитал) особенно актуальна, когда значительная часть инвестиций в акционерный капитал поступает от финансовых инвесторов или финансовых посредников. Хотя сомнительной в данном вопросе является целесообразность учета относительно низкого

риска инвестиций в капитал ГЧП (даже на этапе строительства) напротив высокого риска венчурного фонда;

- эффект объединения высокого леведреджа и требований кредиторов по покрытию кредита, который эффективно диктует доходность капитала.

Однако эффект не следует преувеличивать: в проекте с 99% долга, стоимость которого 11%, а уровень CAPM 8%, WACC (и, следовательно, конечная стоимость финансирования для государственного органа) равняется 10,97% (без учета налога), по сравнению с 11,01%, если ставка CAPM равна 12%. Исследование PFI ставок доходности для Министерства Финансов Великобритании в 2002 году имело аналогичный вывод, что WACC на 0,7% завышена [169]. Проблема здесь носит отчасти политический характер: 12% может рассматриваться как чрезмерная доходность инвестиций в капитал с низким уровнем риска, разрушая тем самым программы ГЧП.

Как видно из таблицы 2.10, если проект успешно развивается, требуемая новыми инвесторами IRR капитала снижается, проходя различные стадии проекта. Таким образом, спонсор разрабатывает проект, который привлекает другого инвестора для формирования баланса капитала в финансовом закрытии (то есть после завершения этапа тендера), рассчитывая получить компенсацию за то, что взял на себя высокий риск. Это может быть достигнуто:

- требованием от нового инвестора заплатить премию за свои акции (более высокую цену за акцию, чем заплатил первоначальный спонсор), или
- кредитованием первоначального спонсора по условно высокой процентной ставке на денежные средства уже потраченные на проект, и в том числе распределение акций на основе суммы инвестиций, или
- обеспечением возможности первоначального спонсора взимать с проектной компании «плату за разработку» [162, 59], которая обычно выплачивается при финансовом закрытии: очевидно, любая такая плата должна частично финансироваться лендерами как часть расходов проектной компании, и, следовательно, не может быть на уровне, который бы ухудшил ее долгосрочную финансовую жизнеспособность, или лишил бы стимула первоначального спонсора поддерживать проект в дальнейшем.

Все эти методы увеличивают IRR капитала первоначального инвестора за счет новых инвесторов, но первый метод может предложить государственному органу способ смягчения проблемы высоких начальных доходностей капитала.

После того, как объект был завершен, и нормально функционирует, требование IRR капитала снижается до уровня более сопоставимого с проектами общественного пользования.

Это позволяет первоначальному спонсору иметь прибыль от продажи. Вероятно, будет поставлена цель, чтобы основной фонд капитала заработал высокий доход (скажем 25%) для своих инвесторов в течение относительно короткого периода времени (например, 3-4 года), потому что это, вероятно, будет сопоставимо с фондами прямых инвестиций, в то время как подрядчик с долгосрочным деловым интересом может согласиться на более низкую доходность в течение более длительного периода времени, или вторичный фонд капитала будет иметь инвесторов, которые также будут согласны на более низкий риск и низкую доходность в течение более длительного периода времени. Таким образом, требования основного фонда капитала могут быть сформированы, позволяя продажу своих инвестиций после завершения строительства объекта.

Во второй главе мы рассмотрели основные инструменты инвестиционного анализа, которые могут использоваться при анализе денежных потоков в проектах государственно-частного партнерства, которые имеют дело с денежными потоками на протяжении всего периода реализации. Поэтому первым шагом в выполнении финансовой оценки является разработка модели движения денежных средств. Оценку государственным органом власти целесообразности партнерства с частным сектором предложено осуществлять по четырем основным критериям: целесообразность проекта и его экономическая обоснованность (Feasibility study), коммерческая жизнеспособность проекта (Commercial viability), оценка «цена-качество» для проекта ГЧП (Value for money) и фискальная ответственность (Fiscal responsibility). При этом, оценку «цена-качество» предлагается проводить с помощью публичного компаратора (PSC), который представляет собой альтернативное представление проекта ГЧП, если бы он был реализован в рамках традиционного бюджетного финансирования. Несмотря на то, что данный механизм активно критикуется в силу того, что оценки для долгосрочных проектов осуществляются весьма неточно, мы считаем, что PSC может быть использован на начальных стадиях тендера, когда он может повлиять на решение. Несмотря на то, что количественные подходы к оценке «цена-качество» являются обязательными во многих странах, расчет данного показателя является сложным на практике, а также не всегда может быть необходимым и оправдывать затраты на его проведение. Также был сделан вывод, что принятии решения о проекте государственно-частном партнерстве инвестором, помимо средневзвешенной стоимости капитала, которую принято использовать, необходимо также использовать внутреннюю норму прибыли. В проектах ГЧП этот показатель является более эффективным, так как он основан на прогнозировании всего срока жизни проекта, и, следовательно, дает более точное представление о предполагаемой стоимости капитала в течение срока действия стандартного проекта ГЧП.

### **Глава 3. Финансовое планирование в управлении проектами государственно-частного партнерства**

#### **1. Финансовое структурирование проектов государственно-частного партнерства.**

Государственно-частное партнерство — это модернизация имеющихся и строительство новых объектов инфраструктуры. Следующим закономерным шагом в системе целеполагания является переход к конкретным проектам. К настоящему времени большинство региональных администраций успешно обозначили перечень приоритетных инфраструктурных проектов и объем необходимых частных инвестиций в различных нормативных актах. Тем не менее, необходимость детальной проработки проекта далеко не всегда очевидна органам государственной власти. Как правило, возникают трудности с выделением бюджетных средств на оплату услуг профессиональных консультантов по подготовке проектов государственно-частного партнерства, а разработка материалов предпроектных исследований осуществляется не компетентными штатными сотрудниками государственно-муниципального управления.

Примером такой самостоятельной работы служит проект «Обход города Волгограда. Южная часть» в Волгоградской области, опубликованный в апреле 2013 г. на официальном портале Министерства экономики, внешнеэкономических связей и инвестиций Волгоградской области, которое и разрабатывало этот проект [126]. В 2007 г. австрийская компания «Штрабаг АГ» публично заявила о готовности выделить 50% от общей стоимости проекта (22,5 млрд руб.) на строительство данной автомобильной дороги. К 2010 г. этот платный автодорожный объект должен был быть введен в эксплуатацию [127]. Данный проект до сих пор не реализован, из чего можно сделать вывод, что потенциальный инвестор отказался от участия в проекте.

Отсутствие интереса реальных инвесторов проявляется и на более поздней стадии подготовки проектов государственно-частного партнерства. Например, в Ростове-на-Дону открытый конкурс о заключении концессионного соглашения о проектировании, строительстве и эксплуатации Северного тоннеля был признан несостоявшимся по причине отсутствия заявок. Подобная картина прослеживается и в других отраслях. Так, власти Москвы были вынуждены пересмотреть условия концессионных соглашений по строительству детских садов, после того как конкурс по первым четырем объектам провалился — на него не поступило ни одного предложения со стороны частного сектора [101].

Отсутствие потенциальных инвесторов, готовых вкладывать средства в развитие соответствующих территорий наглядно продемонстрировано в этих ситуациях. Однако отказ от участия частных компаний в проектах государственно-частного партнерства на стадии проведения открытых конкурсов позволяет идентифицировать проблему: глубина и качество разработки проекта, финансовой модели, а также распределение рисков между сторонами проекта вместе или по отдельности не устраивают потенциальных участников.

На протяжении всего жизненного цикла проекта ГЧП возникает необходимость постоянного финансового управления. По этой причине финансовое моделирование является ключевой частью всех проектов ГЧП, начиная с этапа конкурсных торгов и заканчивая этапом подведения финансовых итогов по завершении сделки. Привлечение внимания к стратегически важным расчетам для получения точной и хорошо структурированной финансовой модели является одной из главных задач в процессе реализации проекта государственно-частного партнерства.

Финансовая модель должна работать в условиях таких ограничений, как:

- требования государственного органа к условиям контракта ГЧП и к условиям оплаты услуг;
- требования лендеров к условиям и графику погашения задолженности;
- требования лендеров к коэффициенту покрытия долга (Cover Ratio);
- требования кредиторов к внутренней норме прибыли капитала (IRR).

Органы государственной власти, как правило, ограничивают размер оплаты услуг. Из этого вытекает ограничение выручки. В финансовой модели это требование учитывается при построении доходной части проекта. Мы предлагаем через анализ чувствительности проверить эффективность проекта с учетом данного ограничения.

Условия и график погашения задолженности непосредственно связаны с коэффициентами покрытия долга. Мы предлагаем учитывать эти требования при помощи сценарного анализа, в ходе которого будут рассматриваться три сценария: оптимистический, пессимистический и наиболее вероятный. В каждом из сценариев предлагается фиксировать соответствующие пороги значений факторов, определенных в требованиях, а именно коэффициентов IRR, PLCR, LLCR, ADSCR. После чего рассчитывается чистая приведенная стоимость и проводится анализ эффективности проекта государственно-частного партнерства.

Хотя предлагаемая финансовая модель основывается на оценке денежного потока, необходимо учитывать бухгалтерские и налоговые показатели, то есть включать прогноз бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.

Прогноз отчета о прибылях и убытках предлагается составлять по методу начисления. Необходимо включить в него следующие финансовые показатели: выручка, валовая прибыль, валовая рентабельность, операционная прибыль до вычета амортизации, процентов и налогов (ЕБИТДА), операционная прибыль до вычета процентов и налогов (ЕБИТ), чистая прибыль, чистая рентабельность. Если в силу отраслевых или иных особенностей проекта государственно-частного партнерства данные показатели невозможно предоставить, следует указать причины их отсутствия в описании к финансовой модели.

Прогнозный отчет о движении денежных средств должен включать денежные потоки от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. В случае долгового финансирования должны быть приведены свободные денежные потоки до обслуживания долга (CFADS).

Прогноз баланса должен быть привязан к отчету о прибылях и убытках и отчету о движении денежных средств, в том числе по статьям денежных средств, остаточной стоимости основных средств, нераспределенной прибыли, задолженности по кредитам, статьям оборотного капитала и другим.

Возможность капитализации и последующей амортизации проектных расходов является одним из основных отличий бухгалтерского учета от расчета денежных потоков проекта государственно-частного партнерства. К примеру, если бы списание затрат проектной компании происходило по мере их осуществления, то убытки на стадии строительства, как и прибыль на стадии эксплуатации были бы очень велики, что, очевидно, не отражает реальную ситуацию.

В бухгалтерском учете проектные расходы капитализируются (то есть отражаются в активах бухгалтерского баланса), а затем списываются (отражаясь в обязательствах бухгалтерского баланса). При этом отражаются не только «постоянные затраты, связанные со строительством, но и переменные, возникнувшие до ввода в эксплуатацию и связанные с финансированием и освоением, включая процентные выплаты на стадии строительства, вознаграждение консультантам и прочие» [162, 260].

Далее начисляется амортизация капитализированных затрат, после чего они вычитаются из доходов. При стандартном методе линейной амортизации проекта государственно-частного партнерства проектная компания может списать актив, например, за 20 лет. Следовательно, ставка амортизации инвестиции в 1000 у. е. должна составлять 5% от ее первоначального значения (50 у. е.) ежегодно. Также эта амортизация может покрываться налоговым доходом со ставкой 50%. В таком случае размер налога будет снижен за счет амортизационной компенсации в течение 20 лет на 25 у. е..



Кроме того, в проектной компании может возникнуть выгода за счет больших по объему первоначальных налоговых вычетов в связи с возможностью использования ускоренной налоговой амортизации для инвестиций в постоянные активы. К примеру, при ставке налоговой амортизации 25% от текущей балансовой стоимости для проектных затрат 1000 у. е., амортизация затрат составит:

- Первый год: 250 у. е.;
- Второй год: 188 у. е. (минус амортизация за первый год), или в сумме 438 у. е.;
- Третий год: 144 у. е. (минус амортизация за первые два года), в сумме 578 у. е.;
- Четвертый год: 105 у. е. (минус амортизация за три года), в сумме 684 у. е.;
- Пятый год: 79 у. е. (минус амортизация за четыре года), в сумме 763 у. е. и т. д.

Таким образом, за 5 лет более 75% проектных затрат может быть списано на налоги по сравнению с 25% при двадцатилетней линейной амортизации, которую мы рассматривали ранее. В ситуации применения ускоренной амортизации налоговые платежи увеличиваются в последние годы реализации проекта, так как затраты по проекту уже вычитались из налогов. Из чего следует, что за счет амортизационной компенсации (при налоговой ставке 50%) через двадцать лет суммарный налоговый вычет будет таким же, а именно 500 у. е..

В США и Великобритании правила начисления амортизации отличаются для целей налогового и бухгалтерского учета (что характерно и для России). В бухгалтерском учете проектный актив амортизируется в течение всего срока его жизни. При этом увеличение учетной прибыли в первые годы реализации проекта происходит за счет соотнесения затрат по данному активу с прибылью, которую он обеспечил. В налоговом учете используется механизм ускоренной амортизации. Разницу этих двух сумм необходимо отразить в пассивах бухгалтерского баланса на счете налогового резерва.

В Германии и Франции бухгалтерская амортизация обязательно равна налоговой. Для различных составных компонентов проекта возможно применение различных ставок амортизации (например, для зданий и оборудования). В таком случае, для целей налоговой систематизации необходимым станет распределение единовременных платежей по «сквозному» контракту для этих частей проекта [162, 261].

Финансовая модель используется по-разному во время тендера и фазы осуществления проекта ГЧП:

1. Целесообразность и экономическая обоснованность проекта (Feasibility study) с точки зрения государственного органа: модель ожидаемого тендерного предложения (Shadow Bid) разрабатывается финансовым консультантом государственного органа, и содержит

прогноз издержек участника торгов, финансовую структуру и другие предположения, и, как результат, определяет необходимый размер платежа за услуги;

2. Структурирование источников финансирования участников тендера и рассмотрение преимуществ различных финансовых условий и механизмов;

3. Расчет платежей за услуги, необходимых для покрытия капитальных затрат (CAPEX), операционных расходов (ОРЕХ), обслуживания долга, а также погашения задолженности инвесторам;

4. Проверка добросовестности участников партнерства (Due diligence), которую осуществляют лендеры;

5. Расчет платежей за услуги там, где они зависят от процентных ставок на финансовом закрытии.

После финансового закрытия (финансовая документация оформлена и утверждена), модель продолжает использоваться:

1. В качестве основания для рассмотрения кредиторами изменяющихся долгосрочных прогнозов проекта и, как следствие, структуры рисков;

2. Для определения ценовой политики и компенсационных выплат в договоре государственно-частного партнерства;

3. Для расчета дохода от рефинансирования, который подлежит к распределению между органом государственной власти и проектной компанией;

4. В качестве инструмента бюджетирования для проектной компании.

Если в проекте участвуют три стороны – орган государственной власти, инвесторы и лендеры, то теоретически могут иметь место три параллельные финансовые модели, но это довольно редкий случай. Чаще всего, на этапе переговоров финансовый консультант со стороны государственного органа власти и лендеры делают обзор финансовой модели, подготовленной компанией, претендующей на участие в проекте (или ее финансовым консультантом), проверяют ее, сверяя результаты с моделью ожидаемого тендерного предложения, и в дальнейшем используют ее.

Альтернативой является шаблонная финансовая модель, которая создается публичным органом власти с необходимой адаптацией под участников тендера, что упрощает сравнение предложений. Но в этой ситуации может возникнуть вопрос, почему государственный орган должен иметь доступ к финансовому режиму компании-претендента? Разве данные в этой модели не являются коммерческой тайной? Ответом является то, что:

- государственный орган должен иметь возможность проверить, является ли предложение финансово жизнеспособным, способна ли компания предоставить первоначальные инвестиции в проект ГЧП и справиться с долгосрочными обязательствами;
- если финансовая модель используется для расчета платежа за услуги при финансовом закрытии, она, очевидно, должна быть согласована обеими сторонами;
- должны быть предварительно согласованы условия компенсации в случае расторжения договора государственно-частного партнерства.

Поэтому прозрачность отношений между сторонами на этапе моделирования и расчетов является лучшей практикой.

Этапы разработки финансовой модели представлены ниже (см. рис. 3.1).



Рисунок 3.1. Процесс разработки финансовой модели проекта ГЧП.

Источник: Составлено автором

В настоящей работе не планируется глубокого рассмотрения техник моделирования, но предполагается раскрытие того, что является исходными данными и данными на выходе из финансовой модели ГЧП, и как в дальнейшем используются эти данные (см. рис. 3.2).

Модель построена на основе изучения зарубежного опыта реализации проектов государственно-частного партнерства, а также существенно адаптирована под российские реалии. Практическая апробация данной модели проводилась на реализуемом в Санкт-Петербурге проекте «Комплексное освоение территории в целях жилищного и иного строительства», основные результаты расчетов представлены в приложении к диссертации.



Рисунок 3.2. Структура финансовой модели проекта ГЧП.

Источник: Составлено автором

Результаты финансового моделирования представляются в виде таблиц и графиков. Они должны содержать структуру источников и статей затрат средств, ключевые инвестиционные показатели (чистая приведенная стоимость, внутренняя норма прибыли, прочие коэффициенты в соответствии с Приказом Министерства Регионального Развития РФ №493, такие как период окупаемости проекта, остаточная стоимость активов и другие), а также ключевые показатели по долгу (срок кредита, единовременный платеж).

Основной целью **модели исходных данных и данных на выходе (Model Inputs and Outputs)** [143] является расчет платежа за услуги, основанный на различных блоках исходных

данных. Все исходные данные должны быть подтверждены документами. Никакая часть финансовой модели не должна быть скрыта, защищена, заблокирована или иным образом недоступна для просмотра и внесения изменений [7]. Стандартным способом является составление «книги финансовых предположений». В каждой строке напротив исходных данных указывается источник этих данных (или расчет, который их формирует) с приложенными копиями документации.

Построение финансовой модели проекта государственно-частного партнерства предполагается в программном обеспечении, в частности, Microsoft Excel. При вводе исходных данных (допущений), производятся расчеты денежных потоков, которые, в свою очередь, служат основанием для расчета доходов инвесторов и коэффициентов долгового покрытия для лендеров. Конечным результатом модели является расчет платежа за услуги.

Исходные данные для финансовой модели можно разделить на пять областей:

- 1) Прогноз спроса на услуги;
- 2) Объемы и нормативы;
- 3) Ресурсы и затраты на одну единицу;
- 4) Макроэкономические допущения;
- 5) Финансовые допущения.

**(1) Прогноз спроса на услуги** подразумевает под собой денежные потоки доходов.

В финансовой структуре на время тендера могут быть установлены ограничения на уровень оплаты за услуги, поскольку выручка проектной компании (см. Приложение 3) формируется из оплаты за услуги. В случае концессии, прогнозируемый спрос и платежеспособность будет определять уровень спроса, уровень ставки, взимаемой за сборы и т. д.

Из-за ограничений возникает некоторая приближенность в расчете минимально необходимого уровня платежа за услуги, достаточного для оплаты обслуживания долга и обеспечения возврата долга инвесторам, то есть появляется требование определенного уровня денежного потока, доступного для обслуживания долга. Существует, таким образом, логическая последовательность в установлении на тендере уровня оплаты за услуги, они должны быть достаточными для:

- а) Возмещения операционных расходов;
- б) Соответствия требованиям государственного органа;
- в) Обслуживания долга лендеров и других требований;
- г) Предоставления инвесторам их требуемой нормы прибыли.

Однако ответить первому требованию из этих четырех является гораздо более легкой задачей, нежели трем последним.

(2) **Объемы и нормативы** включают объемы продаж и запасов, из чего впоследствии рассчитываются денежные потоки от пользователей услугами. По объему выпуска и нормативам расхода определяется потребность в материалах и трудовых ресурсах, по потребности в материалах и бюджету запасов материалов (а также используя нормативы закупок) определяется плановые закупки (бюджет закупок), по бюджету закупок определяется плановый расход денежных средств и т.д.

(3) **Ресурсы и затраты на одну единицу**, как правило, включают в себя потоки капитальных затрат и операционных расходов.

В бюджете капитальных затрат по проекту государственно-частного партнерства должны учитываться расходы с начала строительства и до введения в эксплуатацию. Обычно бюджет содержит следующие статьи:

- *Затраты на разработку проекта.* Это расходы на фазе разработки финансовой документации. Данный этап предполагает согласование методики распределения административных расходов (включая накладные расходы на персонал и командировочные расходы), а также включает затраты на консалтинг.

- *Вознаграждение за разработку проекта.* Условия проекта могут предусматривать получение вознаграждения кредиторами у проектной компании за разработку проекта. В таком случае, они имеют возможность компенсировать свои расходы, а также получить прибыль до того, как договор вступит в силу. Эти допущения могут изменяться в процессе дополнения финансовой модели проекта.

- *Затраты проектной компании.* Эта статья включает расходы, понесенные после финансового закрытия, и связаны с оплатой: труда персонала, офиса и оборудования, разрешений и лицензий, услуг внешнего консалтинга (для контроля над процессом строительства), обучения и найма персонала (сюда также входят любые платежи подрядчика по эксплуатации и техническому обслуживанию).

- *Цена на строительство по договору субподряда.* Строительство по договору субподряда, очевидно, являющееся относительно преобладающей частью капитальных затрат, должно быть с фиксированной ценой «под ключ», с выплатами, произведенными пропорционально ходу строительства. Налоги, такие как НДС, заложенные в эту цену (и любые другие расходы) также должны быть приняты во внимание, если они не могут быть восстановлены до конца периода строительства (см. Приложение 2).

- *Оборотный капитал.* Оборотным капиталом проектной компании являются финансовые ресурсы для покрытия временной разницы между выставлением счета на возмещение расходов и получением доходов. Краткосрочный цикл оборачиваемости

денежного потока проекта государственно-частного партнерства, как правило, составляет 30–60 дней [163, 146]. Таким образом, первоначально оборотный капитал может быть рассчитан как затраты, которые компания будет нести до поступления потоков доходов.

- *Формирование резервных счетов.* Резервные счета обычно формируются как часть капитальных затрат, а не из операционного денежного потока, так как это улучшает внутреннюю норму прибыли (IRR) капитала инвесторов. Если они финансируются как часть капитальных затрат, то это означает, что большая часть средств поступит от лендеров. Если они финансируются из денежного потока, это фактически означает, что все финансирование обеспечивается кредиторами, которые вынуждены уменьшить для этого подлежащие к распределению в качестве дивидендов средства, а, следовательно, и уменьшить IRR собственного капитала.

- *Проценты за время строительства (Interest during construction/IDC).* На первый взгляд может показаться, что данные затраты по проекту способствуют росту требований общего финансирования (заемного финансирования и собственного капитала), необходимых для реализации проекта. Однако в данной ситуации меняются исходные данные, потому что:

- (1) Проценты за время строительства, которые финансируются в дальнейшем за счет источников финансирования, должны быть включены в общую сумму необходимого финансирования;

- (2) Разделение финансирования на заемный и собственный капитал определяется способностью операционного денежного потока поддерживать этот долг. Это означает, что необходимы различные итерации расчетов для получения правильного баланса заемных и собственных источников финансирования.

- *Расходы на непредвиденные обстоятельства.*

Следующий блок моделирования осуществляется на этапе разработки проекта. Операционные расходы (и любые выплаты со счета резервов) вычитаются из прогнозируемых доходов для расчета денежного потока, доступного для обслуживания долга. Операционные расходы, которые, как правило, меньше, чем расходы по обслуживанию долга для проекта государственно-частного партнерства с крупными первоначальными инвестициями в инфраструктуру и, как следствие, высоким уровнем долга, будут включать в себя:

- (1) Собственные прямые расходы проекта компании;
- (2) Субподрядные платежи;
- (3) Страхование;
- (4) Налогообложение.

Расходы на техническое обслуживание, вероятно, составляют самую большую часть эксплуатационных расходов, были ли они понесены через субподрядчиков или проектной компанией, и может возникнуть трудность их спрогнозировать, если этот риск стоимости не является субподрядным.

#### **(4) Макроэкономические допущения**

Исходные макроэкономические данные, как правило, напрямую не влияют на проект государственно-частного партнерства, но осуществляют влияние на его финансовые результаты. Такими данными являются процентная ставка, инфляция и прочие, которые мы рекомендуем брать из объективных источников. Например, прогнозы Центрального Банка, Министерства Финансов, а также исследования статистических агентств.

**(5) Финансовые допущения** включают в себя данные об источниках финансирования с разделением на заемный и собственный капитал (также включен расчет размера кредита, который может быть привлечен).

При проведении расчетов необходимо учитывать целевое предназначение источников финансирования. К примеру, кредит под гарантии экспортных кредитных агентств может быть использован только для покрытия расходов по контракту на экспорт из страны, резидентом которой является агентство.

Кроме того, финансовая модель проекта государственно-частного партнерства должна обладать определенной гибкостью, позволяющей инвесторам и лендерам оценивать влияние изменений в ключевых допущениях на стоимость проекта, а также при необходимости рассчитывать серию различных сценариев развития проекта [168]. Этот анализ может включать расчет коэффициентов покрытия и внутренней нормы прибыли в зависимости от [163, 149]:

- превышения бюджета строительных затрат (как правило, при условии полного использования резерва финансирования на непредвиденные случаи);
- платежей по заранее оцененным убыткам в соответствии со «сквозным» контрактом, подразумевающим возможность компенсации затрат в связи с простоями или несоответствием план/факт;
  - снижения спроса использования объекта;
  - увеличения операционных и эксплуатационных расходов;
  - изменения валютных курсов;
  - роста инфляции.



Из чего следует, что **анализ чувствительности** позволяет проводить анализ финансовых последствий различных уровней финансового и коммерческого рисков для проекта, который не обеспечивает прогнозируемых производственных показателей.

Для определения результата одновременного воздействия нескольких неблагоприятных факторов лендеры могут также использовать «комбинированный анализ критических точек». [162, 363].

После того, как проектная компания начала свою деятельность, а также генерирование доходов по договору ГЧП, контроль денежных потоков может осуществляться через механизм **каскада денежных потоков**, с определением их требуемого порядка приоритетов для расходования этих потоков. Порядок приоритетов, как правило, выглядит следующим образом:

1. Уплата операционных расходов, в том числе субподрядчикам, а также налоги, то есть все расходы, которые проектная компания должна понести, чтобы проект продолжал реализовываться. (Заметим, что денежный поток на этом уровне не равен CADS, так как в CADS также необходимо учитывать платежи в резервные счета).
2. Суммы платежей и расходы, связанные с банком-агентом и доверительным управляющим, если таковые имеются.
3. Проценты по задолженности и любой своп или другие хеджирования платежей.
4. Долговые выплаты (по «минимальному» графику, если такой есть - если нет, то остальные платежи по «целевому» графику).
5. Платежи в резервные счета.
6. Автоматическое перечисление избыточных денежных средств в погашение задолженности, если таковое имеется.
7. Выплаты инвесторам.

После того как все средства, необходимые для расходов первой категории, выплачены, оставшиеся доступные средства перемещаются вниз ко второй категории, и так далее (как вода течет вниз по каскаду бассейнов - отсюда и название для этой системы распределения денежных потоков). Таким образом, если недостаточно денег, чтобы оплатить первые пять пунктов, выплаты инвесторам не производятся. Пункты 6 и 7, как правило, выплачиваются только раз в полгода, в течение ограниченного времени после расчетов результатов проектной компании и, следовательно, коэффициент покрытия кредиторов за предыдущие шесть месяцев.

Доходы могут поступать в каскад двумя способами:

- Лендеры могут потребовать от проектной компании отделить средства для первой категории расходов на отдельном расчетном счете для ежедневного контроля проектной компанией, оставляя прочие средства на счете доходов под совместным контролем банка-агента или доверительного управляющего и проектной компании пока другие платежи каскада должны быть осуществлены.

- С другой стороны, все доходы могут поступать на один счет, с которого каскадные выплаты производятся проектной компанией в случае необходимости.

Последнее, очевидно, предпочтительнее для проектной компании и в целом практичнее для ежедневных операций.

Лендеры обычно требуют, чтобы модель подлежала аудиторской проверке. Аудит финансовых моделей обычно предоставляется специалистами крупных западных консалтинговых фирм, таких как PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, Deloitte или специализированными предприятиями, занимающимися финансовым моделированием. Функцией данного аудита является подтверждение того, что:

- 1) Модель правильно отражает договоры ГЧП и договоры субподряда в проекте и другие указанные предположения (например, коэффициент роста инфляции);
- 2) Бухгалтерский учет и расчеты налогообложения являются правильными;
- 3) Модель имеет возможность рассчитать разумный диапазон чувствительности.

Орган государственной власти также является бенефициаром этого аудита, если его собственные финансовые консультанты не проводили аудит и не утвердили модель (что является более предпочтительным из-за различных способов использования данной модели).

Основные исходные допущения определяются после утверждения лендерами и спонсорами структуры финансовой модели. Они проверяют, что в расчетах верно отражены особенности проекта и договоров, после чего согласовываются финансовая структура и сроки. Окончательный вид финансовой модели с учетом всех допущений называется «базовым сценарием» (Base case). Он используется лендерами для возможности проверки актуальных на момент подписания финансовой документации по проекту допущений и окончательного варианта проектных контрактов. В ходе данной проверки им необходимо подтверждение расчетом финансовой модели, что проект по-прежнему сможет обеспечить им соответствующее покрытие по займу. Проект государственно-частного партнерства не может оставаться неизменным в связи с длительностью срока реализации, поэтому лендерам необходимо постоянно отслеживать возникающие варианты развития событий.

Следует также отметить, что необходимо выбрать способ внесения изменений в допущения, если были рассчитаны новые прогнозные значения в процессе реализации

проекта. Существует вероятность, что могут быть разногласия в решениях по внесению корректировок между проектной компанией и лендерами.

Помимо консультационных услуг лендеров, основными затратами оплачиваемыми проектной компанией по кредитам коммерческих банков являются:

- 1) Стоимость капитала на оптовом денежном рынке, скорее всего, на основе «плавающей ставки», и расходы, связанные с финансовым хеджированием, если таковые имеются;
- 2) Кредитная маржа лендеров;
- 3) Стоимость капитала и другие дополнительные расходы;
- 4) Консультационные, организационные и андеррайтинговые расходы;
- 5) Комиссионные за банковские обязательства;
- 6) Агентские расходы и расходы за доверительное управление.

Банковские кредиторы подвержены влиянию факторов, которые приводят к возникновению дополнительных финансовых расходов, уменьшающих их кредитную маржу. Такими факторами являются:

- **Ликвидность или капитальные затраты.** Банки могут столкнуться с ростом требований к резервам ликвидных средств против долгосрочного кредитования от центрального банка или увеличения капитала для поддержания минимальных требований ликвидности или минимального уровня ликвидных активов. Если эти расходы имеют какую-либо значимость (обычно эффект от них минимален), они ложатся на заемщика. От банков также могут потребовать повышения доли капитала, который они должны создавать для различных категорий активов (как защита их вкладчиков). Также может быть увеличена стоимость кредитов для сохранения их доходности на вложенный капитал. Тема требований к капиталу была предметом большой дискуссии в контексте введения к требованиям к капиталу Базеля II [95].

- **Налоги.** Наиболее сложными и дорогостоящими проектами ГЧП являются проекты с участием иностранных инвестиций. Достаточно редко встречается ситуация, когда кредиты осуществляются за пределами страны, в которой реализуется проект. В такой ситуации проектная компания будет обязана выплачивать местные налоги на доход из процентных платежей лендеров-нерезидентов, а также из дивидендных выплат иностранным инвесторам. Впрочем лендеры имеют право возмещения этих расходов при выплате налогов на прочие доходы. Как правило, они требуют, чтобы эти расходы покрывались проектной компанией. Таким образом, для проекта более выгодно получать финансирование внутри страны, если это возможно.

- **Нарушение равновесия на рынке.** Компания также берет на себя риск, когда банковское финансирование предоставлено на основе краткосрочной плавающей ставки, что банки не смогут пролонгировать финансирование в связи с нарушением равновесия на рынке, ведь оно может изменить ценовую основу рыночной ставки, или, если банки не смогут финансировать вообще, может возникнуть необходимость досрочного погашения кредита. Это только применимо, если проблемы банка вызваны общими проблемами рынка, а не какими-либо другими причинами.

Финансовые коэффициенты являются основой для всех видов средних и долгосрочных корпоративных кредитов. Как правило, такими коэффициентами являются: коэффициент ликвидности, коэффициент покрытия процентов по долгу и левэридж.

Сумма задолженности, которая может быть получена проектной компанией (и, следовательно, отношение задолженности к собственному капиталу, то есть левэридж) в первую очередь определяется ее прогнозируемой возможностью обслуживания долга, с достаточным «запасом прочности». Для оценки этого запаса прочности, кредиторы рассчитывают коэффициенты покрытия, которые измеряют денежный поток для обслуживания долга, оценивается как на основе периодичности, так и в течение всего срока реализации проекта, а именно:

- Годовой коэффициент обслуживания долга (Annual Debt-Service Cover Ratio/ADSCR). Числитель: денежный поток до выплат по задолженности за год. Знаменатель: погашение кредита за период (год) + проценты за период (год).

- Коэффициент покрытия остатка задолженности (Loan Life Coverage Ratio/LLCR). Числитель: приведенная стоимость будущих денежных потоков по операционной и инвестиционной деятельности за оставшийся срок действия кредита. Знаменатель: непогашенный остаток по задолженности.

- Коэффициент покрытия задолженности на период проекта (Project-life Cover Ratio/PLCR) Числитель: приведенная стоимость будущих денежных потоков по операционной и инвестиционной деятельности за оставшийся период проекта. Знаменатель: непогашенный остаток по кредитам.

В совокупности эти три показателя определяют максимальную сумму кредита, хотя следует отметить, что существуют различные проблемы, возникающие в процессе их расчета.

Основой для всех расчетов этих показателей является коэффициент отношения наличных денежных средств к долговым обязательствам (Cash Available for Debt Service ratio / CADS). Не сложно увидеть схожесть в расчете с EBITDA, но расчет CADS должен быть основан исключительно на денежных потоках, а не результатах бухгалтерского учета. Таким

образом, доходы или расходы начисленные, но фактически не выплаченные в анализируемом периоде, должны быть исключены, так же, как и, например, налоговые начисления, где налог на самом деле выплачивается в более позднем периоде.

*Годовой коэффициент обслуживания долга* оценивает способность проектной компании обслуживать свой долг за счет своего ежегодного денежного потока и рассчитывается как соотношение CADS к обслуживанию долга. Таким образом, если CADS за год равняется 120, выплата процентов - 55, а погашение кредита - 45, ADSCR будет равен 1,2:1 ( $120 / (55 + 45)$ ).

ADSCR обычно рассчитывается раз в полгода. Отношение, очевидно, можно рассчитать только тогда, когда проект уже реализуется в течение года. Как правило, данные по обслуживанию долга корректируются в результате последствий любого финансового хеджирования. Как показано в таблице 3.1, ADSCR является основным фактором, определяющим максимальный размер кредита, который может быть получен для проекта. Здесь допускается, что денежный поток после операционных расходов составляет 1,000 у. е. со сроком задолженности 25 лет. Если предположить, что кредиторы имеют требование ADSCR в размере 1.30, то максимально допустимый размер обслуживания долга составит 769 ( $1000 / 1,30$ ), что означает, что максимальная сумма кредита, которая может быть получена равняется 9,833, то есть ежегодная сумма выплат в размере 769 требует оплаты процентов по ставке 6% и погашения кредита в размере 9833 аннуитетными платежами в течение 25 лет. Однако, если коэффициент покрытия снижается до 1.15, то сумма задолженности, которая может быть получена, увеличится до 11,116.

Таблица 3.1. Эффект от ADSCR на сумму кредита

Срок кредита	25 лет	25 лет
Процентная ставка	6%	6%
Проектный денежный поток (перед обслуживанием долга) [a]	1,000	1,000
Требование ADSCR [b]	<b>1.30</b>	<b>1.15</b>
Максимальный годовой платеж по долгу	769	870
Сумма кредита, которая может быть получена (ежегодно) ([a]/[b])	<b>9,833</b>	<b>11,116</b>

Источник: Составлено автором

В своих базовых прогнозах лендеры структурируют сумму и график погашения своих кредитов таким образом, что по прогнозам ADSCR для каждого периода в течение всего срока кредита не опускается ниже определенного минимума. Минимальное требование ADSCR, который, таким образом, эффективно определяет размер максимального кредита, выполняет

функцию риска присущего проекту с точки зрения кредитора. Чем больше неопределенность денежного потока, тем выше риск, и, следовательно, тем выше требование к коэффициентам покрытия долга. В секторе государственно-частного партнерства в наивысшей категории риска находятся проекты с высоким уровнем риска использования объекта после завершения, минимальный размер ADSCR может потребоваться в диапазоне 1.5-2.0, в зависимости от предполагаемого уровня риска (или уверенности в денежных потоках). Для категории наименьшего риска минимальный уровень ADSCR может быть в диапазоне 1,15-1.20.

Когда проект начинает реализовываться, полученные ADSCR пересматриваются (и прогнозные значения могут быть пересчитаны).

*Коэффициент годового уровня покрытия остатка задолженности* основан на аналогичных расчетах, но учитывает весь срок кредита, то есть отношение прогнозируемого CADS всего срока кредита, дисконтированный до его NPV по той же процентной ставке, что и предположительный кредит (опять с учетом любого финансового хеджирования) и долга компании на дату расчета.

Поскольку «стоимость» проектной компании – это фактически чистая приведенная стоимость ее будущих доходов, можно сказать, что LLCR является своего рода коэффициентом обеспечения кредита.

LLCR является полезным инструментом для первоначальной оценки способности проектной компании обслуживать свой долг. Но, очевидно, что он не будет эффективным в ситуации значительных ежегодных колебаний денежных потоков. Таким образом, в данной ситуации ADSCR будет более значимым показателем.

Минимальное первоначальное требование LLCR в базовых прогнозах кредиторов для «стандартных» проектов, как правило, около на 10% выше, чем минимальные значения ADSCR.

В рамках осуществления контроля кредиторами, помимо первоначального LLCR по завершении проекта, LLCR может пересчитываться в течение всего срока проекта, для сравнения прогнозируемого операционного денежного потока для остатка срока кредита с оставшимся непогашенным кредитом на дату расчета.

Еще одним моментом, который проверяют кредиторы, является способность проектной компании осуществлять выплаты по кредиту после окончательного срока погашения долга до конца периода действия договора о государственно-частном партнерстве, на тот случай, если возникнут трудности с погашением всей задолженности в срок.

Этот период между окончанием срока кредита и окончанием периода договора о ГЧП может быть измерен с помощью *коэффициента минимального уровня покрытия остатка*

*задолженности в течении срока проекта*; здесь прогнозируемые CADS для всей жизни проекта (не только срока долга как для LLCR) дисконтируются к NPV, и полученное значение делится на долг компании. Очевидно, что PLCR будет выше, чем в LLCR; кредиторы, возможно, пожелают увидеть его уровень на 15-20% выше, чем минимальное значение ADSCR.

В таблице 3.2 представлены расчеты коэффициентов покрытия для проекта государственно-частного партнерства, где долг погашается равными долями. Здесь наглядно показано, что для того, чтобы достичь требуемого 15% IRR капитала необходимый уровень CADS должен быть равен 95 ежегодно (который при добавлении к операционным расходам, составляет платеж за услуги). Однако это не будет удовлетворять требованиям кредиторов к коэффициентам покрытия, потому что даже при том, что средний ADSCR равняется 1.50x, начальный ADSCR только 1.02x, а кредиторы смотрят на минимальной ADSCR, как на первостепенный показатель для возможности кредитования. С другой стороны, LLCR равняется 1.30x, что является достаточно удовлетворительным уровнем. (В таблице также показаны расчеты простых вариантов ADSCR или LLCR). Проблема заключается в том, что обслуживание долга представлено не на основе аннуитетных платежей, а расчет на основе в это делает принципиальное различие с результатами.

Таблица 3.2. Ставки покрытия по схеме дифференцированных платежей

Исходные данные:											
<b>Стоимость проекта</b>	1,000										
<b>Отношение заемных средств к собственным</b>	90:10										
<b>Срок договора о ГЧП</b>	25 лет										
<b>Срок кредита</b>	23 года, погашение равными ежегодными основными взносами										
<b>Процентная ставка</b>	15%										
Год:	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>Всего</b>
<b>(a) CAD\$</b>		95	95	95	95	95	95	95	95	95	2,375
Расчет лендеров:											
<b>(b) платежи по кредиту</b>		39	39	39	39	39	39	39			900
<b>(c) платежи по процентам</b>		54	52	49	9	7	5	2			648
<b>(d) Общая сумма обслуживания долга [(b)+(c)]</b>		93	91	88	49	46	44	41			1,548
<b>(e) Сумма непогашенного кредита на конец года</b>	900	861	822	783	117	78	39	0			
<b>ADSCR [(a)/(d)]</b>		1.02	1.05	1.07	1.96	2.06	2.17	2.29			
<b>Средний ADSCR</b>		1.50	1.52	1.54	2.12	2.17	2.23				
<b>LLCR [(NPV (a))/(e)]</b>	1.30	1.33	1.36	1.39	2.16	2.23	2.29				
<b>Средний LLCR</b>	1.73	1.75	1.77	1.79	2.23	2.26					
<b>PLCR [(NPV (a))/(e)]</b>	1.35										
<b>Средний срок кредита</b>	12лет										
Расчет инвесторов:											
<b>Инвестиция в капитал</b>	-100										
<b>Денежный поток, подлежащий к уплате инвесторам в качестве дивидендов</b>		2	4	7	46	49	51	54	95	95	827
<b>IRR</b>	15%										
<b>Срок окупаемости</b>	9лет										

Источник: Составлено автором

Как показано в таблице 3.3, если используются одни и те же исходные данные, но кредит погашается на уровне аннуитетных платежей, уровень CAD\$ может быть снижен до 88, при ADSCR в размере 1.20, и сохранении IRR капитала инвесторов в размере 15%. На самом деле этот расчет производит маловероятный результат, на практике ADSCR и LLCR являются идентичными в течение всего срока кредита, в действительности, как говорилось выше, трудно достичь такой точности. Однако, даже для органа государственной власти нет



требования придерживаться какого-то одного уровня платежа за услуги, участники тендера будут всегда пытаться использовать структуру аннуитетных платежей для долговых обязательств нежели структуру дифференцированных для создания более конкурентоспособного уровня платежей за услуги.

Таблица 3.3. Ставки покрытия по схеме аннуитетных платежей

Исходные данные:											
См. табл. 3.2, кроме того, что долг погашается по схеме аннуитетных платежей											
Год:	0	1	2	3	20	21	22	23	24	25	Всего
(a) CAD\$		88	88	88	88	88	88	88	88	88	2,200
Расчет лендеров:											
(b) платежи по кредиту		19	20	22	58	61	65	69			900
(c) платежи по процентам		54	53	52	15	12	8	4			782
(d) Общая сумма обслуживания долга [(b)+(c)]		73	73	73	73	73	73	73	73		1,682
(e) Сумма непогашенного кредита на конец года	900	881	861	839	196	134	69	0			
ADSCR [(a)/(d)]		1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20			
Средний ADSCR		1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20				
LLCR [(NPV (a))/(e)]	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20				
Средний LLCR	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20					
PLCR [(NPV (a))/(e)]	1.25										
Средний срок кредита	14 лет										
Расчет инвесторов:											
Инвестиция в капитал	-100										
Денежный поток, подлежащий к уплате инвесторам в качестве дивидендов		15	15	15	15	15	15	15	88	88	518
IRR	15%										
Срок окупаемости	7 лет										

Для каждого проекта государственно-частного партнерства финансовая модель имеет свои особенности, которые возникают в связи со спецификой деятельности в различных отраслях. Например, в гостиничном бизнесе используется такой показатель, как «Выручка на

один номер». Более того, особенности могут также возникнуть в связи с географическим местоположением, как, например, в Республике Коми, где 90% стоимости продуктов составляет доставка. Также специфика построения финансовой модели проекта ГЧП может существовать в предприятиях разного масштаба. Например, в компании Кока-Кола расходы на рекламу составляют до 45% прибыли.

Финансовая модель проекта государственно-частного партнерства также может иметь особенности из-за влияния различных специфических факторов. К таким факторам могут относиться политические (например, проекты, имеющие отношение к Олимпиаде «Сочи-2014», имеют более высокий приоритет перед другими проектами, при заметно более низкой или даже отрицательной рентабельности), экономические, социальные, технологические и другие виды факторов.

## **2. Риск-менеджмент в управлении проектами государственно-частного партнерства.**

Анализ литературы показал, что основным сдерживающим фактором развития предпринимательства в настоящее время является дефицит долгосрочных инвестиционных ресурсов и отсутствие условий и механизмов их привлечения в реальный сектор экономики. Причинами этого являются сложная процедура получения банковских кредитов, высокие процентные ставки за пользование кредитом, неразвитость иных механизмов финансово-кредитной поддержки.

При этом, партнерство бизнеса и государства способно обеспечить снижение нагрузки на бюджет за счет привлечения частных средств и переложения части затрат на пользователей (коммерциализации услуг), расширить возможности привлечения управленческих кадров, новой техники и технологий, повысить качество обслуживания конечных пользователей [81].

Успех осуществления проектов государственно-частного партнерства напрямую зависит от целого ряда факторов и условий, в том числе надежности участников, территориальных особенностей среды, в которой это сотрудничество осуществляется. Таким образом, особую актуальность приобретает оценка возможных рисков реализации проектов ГЧП для повышения успешности их осуществления [80].

Наибольшие опасения у частных компаний вызывают макроэкономические риски (уровень инфляции, безработицы, средние доходы на душу населения, стабильность национальной валюты, состояние государственного бюджета и платежного баланса, ставка рефинансирования, уровень налогообложения различных видов доходов), а также возможность нарушения условий договора и государственное вмешательство.

Варнавский В.Г., Дерябина М.А. и Коровин Е. в своих исследованиях, посвященных анализу рисков частного сектора в проектах государственно-частного партнерства, особое внимание уделяют несовершенству формальных правил, регулирующих взаимоотношения государства и частного сектора.

Помимо законодательных рисков, существуют также риски, связанные с системой правоприменения, прежде всего, с судебной системой, а также риск прекращения договора ГЧП в одностороннем порядке.

Что же касается неформальных правил взаимодействия государства и бизнеса, то они только начинают зарождаться. Так, для частных компаний, работающих в коммунальном секторе на принципах ГЧП, существенной проблемой является отсутствие культуры договорных отношений.

Формирование института ГЧП (формальных и неформальных) правил, механизмов регулирования) будет способствовать снижению уровня рискованности ГЧП-проектов, главным образом, законодательных и административных рисков, а также рисков частного сектора, связанных с деятельностью органов власти как партнера в проекте ГЧП.

Основным условием минимизации рисков потребителей, на наш взгляд, является более тщательный отбор государством инвесторов и операторов, а также осуществление контроля над ними в процессе реализации ГЧП-проекта.

Риск в государственно-частном партнерстве вызван неопределенными последствиями, которые имеют прямое влияние либо на предоставление услуг (например, потому что объект не строится вовремя), либо финансовую жизнеспособность проекта (например, потеря дохода или увеличение расходов). В любом случае результатом является утраты или расход, которые должны нести кем-то, и один из основных элементов структурирования ГЧП является определение, на ком эта утрата или расход будут лежать.

Перенос риска лежит в основе структурирования проекта ГЧП. Хотя термин «распределение риска» часто используется в этом контексте, как правило в государственно-частном партнерстве нет распределения рисков в процентном каком-то процентного соотношения, что  $x\%$  от риска будет принято государственной властью и  $(100 - x\%)$  проектной компанией. Риски, как правило, передаются в полном объеме той или другой стороне (хотя могут быть и некоторые исключения из этого правила). Существует ограниченное число способов, в которых любые проектные риски могут быть обработаны:

- 1) Риски может нести сторона государственной власти;
- 2) Риски могут быть переданы проектной компании;

3) Риски могут быть переданы проектной компании, но с последующим перераспределением с третьей стороной:

- перенаправляя их субподрядчикам
- осуществляя страхование
- имея гарантию спонсоров

4) В случае концессий, риски могут быть переданы конечным пользователям услуг через проектную компанию, имеющую право устанавливать более высокие платы за услуги.

В договоре о государственно-частном партнерстве может быть установлено положение по умолчанию в том, что если иное не предусмотрено, то обязательством проектной компании является оказание услуг в соответствии с требованиями, а также управление (за счет перераспределения или иным образом) всеми рисками.

Передача риска имеет важное значение для государственного органа, так как он является основным фактором оценки «цена-качество» для прокьюреента государственно-частного партнерства. Если оставить в стороне балансовые вопросы, основная цель передачи риска с точки зрения публичного сектора является обеспечение того, что проектная компания и ее инвесторы становятся заинтересованными в предоставлении услуги, которая является предметом договора ГЧП. Но за счет этого стороне государственного органа власти не будет предложен лучший VFM, ведь передавая эти риски проектной компании, ее лендеры и субподрядчики за управление ими наверняка захотят какой-то компенсации. Принцип состоит в том, что риски должны быть переданы тем, кто лучше способен контролировать их по самой низкой стоимости, а также тем, кто имеет наилучшие компетенции в понимании и управлении ими. Это также означает, что тот, кто берет на себя риск, должен иметь свободу для выполнения этой задачи в соответствии со своим видением. Поэтому целесообразно для государственного органа оставить за собой риски, связанные с вопросами, которые частный сектор не может контролировать экономически эффективно (то есть может быть включена настолько большая премия за риск в ценообразовании частного сектора, что это не соответствует ожиданию по критерию «цена-качество»), или в которых частному сектору не может быть предоставлена свобода для управления. Тем не менее, для того, чтобы принять проект ГЧП из государственного бюджета, чрезмерные риски не могут быть сохранены государственным органом также, это может нанести вред балансу. Если государственный орган оставляет за собой риски, он должен также извлечь выгоду из этого, то есть там, где это возможно, должно быть симметричное распределение рисков и выгод.

Распространенной ошибкой со стороны государственного сектора в новых программах государственно-частного партнерства является то, что он подталкивает участников тендера

принять на себя слишком много рисков, в частности, рисков, которые должны быть сохранены проектной компанией и не могут быть переданы кому-то. В результате, когда появляются лендеры, схема распределения риска должна быть пересмотрена. Связано это с тем, что риск, который передается проектной компании означает, что он фактически становится риском лендеров, потому что проектная компания ограничена в ресурсах, чтобы нести любые риски, потому что:

- она имеет высокий уровень долга, и отсутствие запасов денежных средств или других ресурсов, кроме ограниченных резервных счетов;
- ее инвесторы обычно не обязаны создавать какие-либо дополнительные источники средств за пределами их первоначальных инвестиций в акционерный капитал.

Поэтому, насколько это возможно, лендеры желают видеть проектную компанию без рисков. Подход лендеров к риску в области проектного финансирования такой, что они очень неохотно принимают любые, кроме наиболее ограниченных (и четко измеримые) риски. Это отражает тот факт, что возврат, который получают кредиторы не является достаточным для покрытия существенного риска: это означает, что если один из ста кредитов не может быть погашен, то банк несет убытки от его проектно-финансового бизнеса. Таким образом, даже 1/100 риск неудачи слишком велик для кредитного портфеля проектного финансирования. Таким образом, лендеры не являются «инвесторами» в проекте. Если лендеры были бы инвесторами, они получили бы ставку возврата на капитал, но этого не происходит - как правило, в успешной реализации проекта, валовая норма прибыли на капитал, в два раза больше, чем по долгу, который имеет различные риски, принятые инвесторами и кредиторами. Более того, лендеры не имеют «повышения» - то есть возврат кредиторам фиксируется, в то время как отдача капитала может быть улучшена путем повышения качества проекта (например, более эффективной эксплуатации или финансовой реструктуризации).

Одной из ключевых задач участников проектов государственно-частного партнерства, является выявление, классификация и распределение рисков между сторонами. Классифицировать – значит систематизировать все возможные виды рисков по их признакам через объединение большого количества их подвидов.

Классификация рисков осуществляется по следующим направлениям [37]:

- 1) в зависимости от факторов возникновения;
- 2) в зависимости от сферы возникновения;
- 3) в зависимости от стадии реализации проекта.

Кабашкин В.А., в зависимости от классификации, выделяет следующие виды рисков: ретроспективные, текущие, перспективные, политические, правовые, экономические,

внешние, внутренние, чистые, динамические, производственные, общественные, коммерческие, финансовые, валютные, инвестиционные. Варнавский В.Г., Клименко А.В. и Королев В.А. в своей работе [28, 112] выделяют четыре основные группы рисков при реализации проектов государственно-частного партнерства: 1) политические и правовые; 2) технические; 3) коммерческие; 4) экономические, валютные и финансовые.

Риск является неотъемлемой частью любого проекта, и для обеспечения удачного исхода проекта, необходимо эффективное управление риском. В зависимости от количества доступной информации риск может быть оценен качественно или количественно. Как правило, существует три категории рисков и пять вариантов управления ими. Категории проектных рисков могут быть выделены следующим образом:

1. Непрерывные риски: риски, которые по сути представляют собой возможности отклонения бюджетных показателей проекта (статей затрат, выручки и т.п.). По отношению к таким рискам нельзя сказать «вероятность увеличения затрат на 100 млн. руб. равна 25%» - такая вероятность равна нулю (вероятность попадания в точку на вещественном отрезке  $[0, 1]$ ). Напротив, для таких рисков определяют распределение вероятностей.

2. Дискретные риски: конкретные события, которые могут либо произойти, либо нет. Большинство рисков, включаемых в матрицу рисков – дискретные риски.

3. Непредвиденные риски: риски, не представленные в матрице, так как они не были предвидены командой проекта, но они могут произойти и иметь материальный эффект на результат проекта.

Подход проектного финансирования к определению риска означает, что внимание должно быть сосредоточено на детальных конкретных рисках, а не на гарантии государственного органа или спонсоров. Процесс должной осмотрительности и оценки рисков, таким образом, должен быть осуществлен спонсорами и кредиторами в течение стадий тендера и переговоров. Это также необходимо государственному органу власти перед размещением проекта государственно-частного партнерства на тендере, при оценке заявок и во время переговоров с участниками - это может быть частью решения о балансовом размещении проекта или при рассмотрении VFM.

Существуют пять подходов к управлению рисками:

- Избежание – ведет к изменению параметров проекта и даже к отмене проекта, что нежелательно;
- Перенос – перенос рисков той стороне в ГЧП проекте, которая будет наилучшим образом контролировать риск при наименьших затратах. Это подразумевает свободу стороны

в принятии решений по методам контроля за риском если таковой риск эта сторона на себя принимает. Перенос рисков является ключевым аспектом максимизации VfM;

- Минимизация – например страхование, передача субподрядчикам, получение гарантий от Спонсоров ГЧП проекта;
- Принятие риска – целесообразно как для несущественных рисков, так и для тех рисков, которыми частный партнер не сможет эффективно управлять при приемлемом уровне премии за риск
- Резервирование – резервные счета на ремонт, обслуживание долга.

Основным инструментом управления рисками является матрица рисков, целью которой является снижение потенциальных негативных последствий реализации рисков. Процесс управления рисками на этапе разработки проекта может быть разбит на следующие итерации:

- 1) Идентификация и полное описание рисков проекта;
- 2) Анализ возможных последствий идентифицированных рисков;
- 3) Оценка вероятности реализации рисков (т.е. их последствий);
- 4) Оценка, при возможности, в денежном эквиваленте последствий реализации рисков;
- 5) Разработка стратегий управления рисками (механизмы защиты);
- 6) Запись результатов этого процесса (1) – (5) в матрицу рисков.

В таблице 3.4 представлен список вопросов, которые должны быть рассмотрены в матрице рисков. Конечно всегда существуют специфические риски конкретных проектов, и это является всего лишь общим инструментарием. Как показано в таблице, проектные риски могут быть разделены на несколько категорий:

- Общие политические и экономические риски;
- Риски, связанные с географическим расположением проекта;
- Риски, связанные со строительством;
- Риски, связанные с завершением строительства;
- Операционные риски;
- Риски, связанные с расторжением контракта ГЧП.

Стоит различать факторы риска и последствия. То есть «риск увеличения строительных затрат» риском не является. Увеличение строительных затрат – следствие возможной реализации различных событий, таких как рост цен на строительные материалы (макроэкономический фактор), ошибки на этапе проектирования, некачественное оказание услуг субподрядчиками, срыв сроков строительства (который может привести к дополнительным затратам) и так далее.

Таким образом, в матрице рисков должны быть отражены не сами последствия реализации рисков, но прежде всего события, которые приводят к таким последствиям.

В рамках этой матрицы, риски, которые еще не перешли в проектную компанию (и не передались субподрядчику), могут быть отнесены в договоре ГЧП как:

- Случаи компенсации, в результате чего государственный орган компенсирует проектной компании их последствия;
- Определенные события, при которых проектная компания не штрафует за неспособность завершить проект или выполнения услуг;
- Форс-мажор, хотя ни одна из сторон виновата, эффект события является настолько серьезным (и не может быть смягчен за счет страхования), что договор о государственно-частном партнерстве должен быть прекращен.

Когда риски передаются от государственной власти в проектную компанию, а затем субподрядчикам, важно обеспечить, чтобы определения и последствия этих рисков в договоре ГЧП и соответствующего договора о субподряде были одинаковы. Примеры областей, где могут возникнуть несоответствия в договорах являются:

- различия между объемом работ по строительству по договору субподряда и требуемым по договору ГЧП;
- различные определения о завершении или несоответствия между сроком задержки ликвидации убытков по договору ГЧП и договора строительного субподряда;
- различный порядок определения цены в проекте на основании соответствующего договора ГЧП и договора строительного субподряда;
- аналогичный вопрос возникает с дополнительными затратами, вызванными изменением законодательства;
- различные определения компенсационных случаев или определенных событий, при которых проектная компания не штрафует за неспособность завершить проект или выполнения услуг между договором строительного субподряда и договором ГЧП.



Таблица 3.4. Матрица рисков

Этап риска	Категория риска	Природа возникновения риска	
Общий	Политический	Политическое противостояние проекту	
		Изменения в законе	
Строительство	Экономический	Изменения в процентных ставках	
		Инфляция	
	Земельный участок	Приобретение участка	
		Состояние земельного участка	
		Публичный протест	
	Строительство	Строительство	Договор субподряда
			Субподрядчик
			Изменение цен
			Изменения, сделанные публичным органом
			Строительные риски субподрядчика
			Доходы во время строительства
	Ввод в эксплуатацию	Ввод в эксплуатацию	Задержки субподрядчика
			Другие причины задержек
			Ошибки проектирования
Эксплуатация	Эксплуатация	Падение спроса	
		Работоспособность	
		Превышение прогнозных операционных затрат	
		Техническое обслуживание	
	Завершение проекта	Завершение проекта	Банкротство проектной компании
			Принудительное завершение деятельности
			Форс-мажор
			Остаточная стоимость активов при передаче государству

Источник: составлено автором

Необходимость обеспечения этого соответствия может означать, что переговоры по договору субподряда фактически становятся многосторонними, с участием - прямо или косвенно - органа государственной власти (а иногда и кредиторов), спонсоров и субподрядчика.

Другой связанный с этим вопрос возникает, когда один проект ГЧП зависит от другого. Например, новая дорога, строящаяся на основе концессии, может рассчитывать на поток,

генерируемый новым мостом, строящимся на основе концессии, и наоборот. Если завершение моста ГЧП не может быть гарантировано, проект государственно-частного партнерства по строительству дороги, вероятно, не сможет получить финансирование, и, наоборот. Кредиторы одного проекта не будут иметь интерес в принятии дополнительного риска другого проекта, с другими кредиторами, к которому они не смогут иметь доступ или контролировать. Финансирование двух проектов как одного может быть выходом из этой ситуации, но, если они выставлялись на тендер отдельно, это становится невозможным. В таких случаях государственный орган сможет гарантировать завершение каждого проекта (что, очевидно, не является идеальным вариантом с точки зрения передачи рисков). Точно так же, в странах, которые имеют программу развития дорожных концессий, вероятно, прокьюремент будет проходить поэтапно, поскольку в противном случае проект может быть слишком большим, чтобы финансироваться целиком. Таким образом, данная проблема может возникнуть с каждым этапом будучи зависимым от других.

Наконец, стоит отметить, что орган государственной власти всегда сохраняет риск неверного указания своих требований в спецификации проекта. Требования могут быть изменены, но это дорогой и достаточно негибкий процесс.

#### **1) Политический риск.**

Так как разработка программы ГЧП требует политической поддержки, проект ГЧП, который теряет эту поддержку, вероятно, столкнется с трудностями. С точки зрения проектной компании, имея долгосрочный ГЧП договор, к которому применялось сильное политическое противодействие, ставит ее в уязвимое положение. Контракт ГЧП отличается от обычных коммерческих контрактов тем, что одна сторона – государственный орган власти - может использовать свою власть для изменения законодательства, или применить административное действие в ущерб проектной компании. Пока действия принимаются на недискриминационной основе, можно утверждать, что они являются лишь рисками осуществления деятельности в той или иной стране и должны быть приняты. Но политическое давление может принимать различные изощренные формы, и вряд ли будет в долгосрочных интересах проектной компании или ее инвесторов настаивать на полном выполнении договора ГЧП, если он потерял политическую поддержку. В таких случаях, вероятно, будет лучше найти компромиссное решение на основе переговоров изменения или прекращения договора.

Следует отметить, что существуют также «трансграничные» политические риски, которые обычно актуальны при инвестировании в проект в развивающейся стране. Эти риски включают в себя:

- наличие и конвертация иностранной валюты;

- война и гражданские беспорядки;
- экспроприация (то есть правительство изымает объект без компенсации);
- расторжение договора в одностороннем порядке (государственным органом).

Строго говоря, эти риски не относятся только к трансграничным инвесторам, но такие проблемы обычно возникают в контексте трансграничного инвестирования.

## **2) Земельный участок**

Разнообразные риски, связанные со строительной площадкой должны быть распределены между государственным органом, проектной компанией и строительным субподрядчиком. Кредиторам необходимо, чтобы риски либо остались у государственной власти, или передались проектной компанией строительному субподрядчику, но не остались у проектной компании.

## **3) Строительство**

Строительные риски, как правило, связывают с перерасходом стоимости строительства по бюджету, на котором основывается структура финансирования. Это может иметь различные эффекты:

- Может возникнуть нехватка финансирования для завершения проекта, тем самым вынуждая спонсоров вкладывать средства, которые не были оговорены соглашением, чтобы избежать потери своих инвестиций. Следствием может стать увеличение стоимости заимствований или другие изменения в условиях кредитования.
- Даже если дополнительное финансирование доступно, капитальные вложения проектной компании, и, следовательно, расходы по обслуживанию долга увеличатся без соответствующего увеличения доходов, поэтому возврат инвесторов неизбежно снижается. В худшем случае, это может привести к отказу спонсоров от проекта, потому что увеличение расходов может лишить целесообразности проекта.
- С точки зрения кредиторов, любое увеличение стоимости обслуживания долга снижает их коэффициент покрытия и тем самым делает кредит более рискованным.

При анализе рисков до финансового закрытия, когда на бюджет капитальных затрат еще можно влиять, необходимо рассмотреть основные расходы в бюджете, как эти затраты контролируются, и вероятность перерасхода под каждой статьей затрат.

Государственный орган не обязан делать все, чтобы поддержать проектную компанию при перерасходе бюджета, но чтобы политическое давление на ГЧП не было рассмотрено только с негативной точки зрения, для обеспечения непрерывности осуществления государственных услуг, государственный орган может обеспечить некоторую форму внедоговорной поддержки или помощи. После финансового закрытия публичный орган

власти вряд ли будет иметь возможность каким-либо образом контролировать то, что происходит с бюджетом капитальных затрат проектной компании, и, следовательно, им остается полагаться на кредиторов (а также собственную осторожность проектной компании) в этом отношении.

Окончательной защитой от перерасхода или задержки завершения строительства является резерв на непредвиденные расходы. Даже при эффективном управлении бюджетом всегда есть риск неожиданных событий, вызывающих перерасход. Поэтому резерв на непредвиденные расходы часто требуется кредиторами. В качестве грубого правила непредвиденные обстоятельства оцениваются как 10% от основных расходов на строительство, или 7-8% от общих проектных расходов. Непредвиденные расходы также предназначены для покрытия последствий задержек в завершении строительства, где задержки ликвидации убытков не взимается со строительного субподрядчика. Но финансирование непредвиденных расходов не предназначено для покрытия макроэкономических рисков, таких как изменение процентных ставок на этапе строительства, которые должны быть покрыты другими способами. На этапе эксплуатации резервные счета выполняют подобную функцию.

Основные расходы на строительство неизменно являются самым важным пунктом в бюджете этапа строительства, и могут составить 80% или более от общей суммы затрат. Следующими по величине являются расходы во время строительства. Поэтому риски, связанные с договором строительного субподряда, требуют детального рассмотрения. Они могут включать в себя:

- риски, связанные с самим договором строительного субподряда;
- риски, связанные со строительным субподрядчиком;
- риски ценовой корректировки.

#### **4) Ввод в эксплуатацию**

Задержка завершения проекта может иметь несколько последствий:

- Финансовые затраты, в частности затраты во время строительства, будут выше потому что долг по строительству удерживается в течение более длительного периода, то есть, в сущности, это является еще одной формой строительного перерасхода.
- Доходы от эксплуатации проекта будут отложены или потеряны.
- Заранее оцененные убытки могут быть выплачены государственной власти.

Влияние задержек, таким образом, увеличивает расходы, уменьшает доходы, и, следовательно, уменьшает доходность инвесторов и коэффициенты покрытия лендеров. Однако эти последствия могут быть смягчены для проектной компании, если вина лежит на

строительном субподрядчике и в некоторых других случаях (например, если они попали в категорию компенсационных или определенных событий, при которых проектная компания не штрафуются за неспособность завершить проект или выполнения услуг между договором строительного субподряда и договором ГЧП).

Завершение проекта, которое обозначает дату доступности услуг, является понятием, которое появится в договоре ГЧП и строительного субподряда, а также требуемой ключевой датой в финансовой документации. Поэтому важно обеспечить, чтобы определения завершения проекта между всеми различными контрактами было одинаковым. Если проектная компания является объектом, подлежащим штрафование за несвоевременное завершение проекта, в договоре ГЧП мерой, снижающей этот риск, послужит определение доступности услуг сделать более размытым насколько это возможно, чтобы завершение проекта могло быть легко достигнуто (но, возможно это создаст более высокий барьер для завершения объекта строительным субподрядчиком).

Существует, возможно, понятие «практического завершения» - то есть строительные работы закончены с требуемыми спецификациями, и объект принимается для использования государственным сектором, но могут еще оставаться невыполненными какие-либо работы, такие как озеленение.

## **5) Эксплуатация**

Риски эксплуатационного этапа, как правило, включают в себя:

- Падение спроса;
- Работоспособность;
- Превышение прогнозных операционных затрат;
- Техническое обслуживание.

Контракты ГЧП с риском падения спроса использования чаще всего относятся к транспортным проектам. Финансирование может быть получено только теми проектами, где существует спрос. Например, проект может состоять из строительства платного моста наряду с существующими мощностями: установленные транспортные потоки делают прогнозы будущих доходов платных относительно легкими. Оценка риска труднее если, например, платная дорога будет построена рядом с другими бесплатными дорогами. В этих случаях, однако, если в настоящее время спрос наглядно обоснован заторами на дорогах, а стоимость оплаты услуг разумна по отношению к стоимости существующих видов транспорта, инвесторы и лендеры могут быть готовы рассмотреть вопрос о принятии риска использования.

По договору государственно-частного партнерства последствия того, что объект не доступен или уровень качества обслуживания низкий, приводят к штрафным санкциям.

Низкий уровень качества обслуживания не мешает использованию объекта, но будет иметь влияние в течение долгого времени и, следовательно, больше времени может быть дано для улучшения этого уровня перед тем, как будут применены эти санкции.

Риск того, что операционные расходы будут выше, чем прогнозируются должен быть рассмотрен отдельно по различным категориям. Проектная компания может иметь только ограниченный прямой контроль над операционными затратами, если большинство из этих расходов покрываются строительным субподрядчиком. В этих случаях ключом к управлению рисками является соответствие платежей по этим субконтрактам платежам за услуги. Возможными категориями операционных расходов являются:

**Затраты на сервисное обслуживание объекта.** Если есть субподрядчик, занимающийся сервисным обслуживанием объекта, спонсоры должны будут убедить его индексировать платежи по договору субподряда на той же основе, что и по договору ГЧП (например, с применением общего индекса потребительских цен, а не отраслевого). Но в целом субподрядчики не хотят принимать долгосрочный риск на этой основе, что означает, что обзор прогнозируемых цен может быть необходимы через бенчмаркинг или исследование рынка. В этой связи возникает вопрос о том, является ли сервисное обслуживание объекта составляющей контракта ГЧП.

**Затраты на коммунальные услуги.** Еще одна статья операционных затрат, которые могут быть включены в расходы по договору ГЧП, особенно для размещения проектов жилищного строительства, является расходы коммунальные услуги, например, за электроэнергия и отопление. Здесь учитываются две категории риска:

- *Риск недостаточности тарифов:* то есть затраты на единицу, например, за кВт электроэнергии. Это риск, который находится вне контроля проектной компании (если это не входит в долгосрочный договор на поставку). Возможно более эффективным для коммунальных услуг будет приобретение их государственной властью, где существуют выгоды в рамках государственных закупок, и платежи за услуги объекта после завершения могут быть скорректированы с учетом фактического тарифа.

- *Риск спроса:* даже если проектная компания не берет на себя риск спроса на услуги объекта, как с риском технического обслуживания, уровень использования повлияет на коммунальные расходы. Участник тендера должен быть заинтересованным в проектировании энергоэффективного объекта. Существует трудный баланс: платежи за услуги могут быть скорректированы после первоначального периода использования объекта для отражения фактического уровня использования коммунальных услуг, но это не должно снять ответственность за энергоэффективность с участника тендера.

**Затраты на страхование.** Еще одной большой статьёй операционных расходов являются затраты на страхование, которые не включены в индекс потребительских цен. Этот риск также может быть разделен с органом публичной власти посредством корректировки платы за услуги, но у проектной компании должен оставаться стимул для устранения необязательных расходов на страхование.

**Прямые затраты проектной компании.** Если проектная компания осуществляет значительную часть операций самостоятельно, а не делегируя субподрядчикам, ее прямые эксплуатационные расходы, как правило, будут иметь ограниченный характер и сравнительно легко контролироваться. Лендеры могут осуществлять бюджетный контроль этих затрат.

Прямые затраты на строительство, затраты жизненного цикла, или другие затраты на техническое обслуживание, являются основными операционными расходами, где должна происходить передача риска от публичного к частному сектору. Перераспределение некоторых таких рисков обратно государственному органу власти через бенчмаркинг или исследование рынка не уместно, и участники тендера должны обеспечить, чтобы долгосрочные требования на техническое обслуживание правильно учитывались во время проведения торгов. Есть два аспекта риска технического обслуживания: эффект от того, что объект недоступен для пользования из-за технического состояния, и затраты на техническое обслуживание.

#### **б) Завершение проекта**

Очень в редких случаях в проектной компании проводят процедуру банкротства, и, следовательно, прекращают договор государственно-частного партнерства. Как правило, в интересах лендеров является решение ситуации с помощью других средств, например, дополнительного финансирования, чтобы сохранить проект, и скорее решать любые проблемы нежели довести проект до дефолта. Но, конечно, государственный орган может использовать эту «угрозу» банкротства для «поощрения» лендеров принять меры.

События банкротств проектной компании, которые дают публичной власти право расторгнуть договор ГЧП, должны иметь только существенную причину, почему объект действительно больше не может предоставлять требуемые услуги. Краткосрочное неисполнение обязательств по требуемым стандартам может иметь штрафные санкции, но не прекращение договора. События, которые подпадают под основательные причины могут включать:

- неспособность построить или ввести в эксплуатацию объект в течение длительного периода времени;

- приостановка кредитования лендерами: для того, чтобы сторона публичного органа власти была как можно скорее осведомлена, если проект имеет серьезные проблемы, но может столкнуться с сопротивлением лендеров, если они хотят иметь возможность разобраться в проблеме самостоятельно;

- предоставление услуг объектом не происходит к согласованной дате;
- невыплата заранее оцененных убытков или штрафов;
- потери в период недоступности объекта достигают более определенного процента от платы за услуги в течение определенного периода;
- накопленные штрафы превышает пороговый уровень;
- другие незначительные нарушения, которые продолжают происходить и проблемы не были устранены, несмотря на предупреждающие уведомления от государственного органа (известны как «постоянные нарушения»);
- несостоятельность / банкротство проектной компании;
- нарушение любых других «фундаментальных» положений договора ГЧП, например, отсутствие страхования, или крупное нарушение, представляющее угрозу здоровья и безопасности пользователей объекта.

Прекращение договора ГЧП стороной публичного сектора и банкротство, как правило, рассматриваются одинаково, поскольку в противном случае, если банкротство обходится органу государственной власти дороже, он будет использовать добровольное прекращение договора ГЧП, и наоборот.

Дефолт со стороны публичных властей является маловероятным событием. Действия, которые могут привести к нему будут включать:

- невыплата каких-либо сумм, причитающихся проектной компании после разумного периода отсрочки;
- экспроприация объекта или других активов проектной компании;
- нарушения обязательств по договору ГЧП, которые делают невозможным для проектной компании завершение или эксплуатацию объекта, то есть, где интерпретация в качестве компенсационного события не является обоснованной (что характерно для большинства случаев);
- существенное изменение правового статуса или полномочий государственного органа.

Прекращение договора ГЧП стороной публичного сектора является реально возможным, и должно быть детально рассмотрено при структурировании договора ГЧП. Довольно часто со стороны органа государственной власти нет уверенности, что договор ГЧП



будет служить своей первоначально разработанной цели на протяжении всего периода реализации проекта. Может наступить ситуация, когда произойдут такие фундаментальные изменения в условиях, на которых публичный сектор заключил договор ГЧП, что лучше всего для государственной власти является его прекращение. Очевидно, что государственный орган должен осуществить справедливую компенсацию проектной компании при данных обстоятельствах, и не должен иметь прибыли за счет инвесторов проектной компании или лишить их разумной доходности в связи с их принятием рисков.

Лендеры, конечно, ожидали бы полного погашения задолженности в этой ситуации. Таким образом, должна быть адекватная формула для компенсации обеих сторон. Простое возмещение из остаточной стоимости объекта будет охватывать кредиторов, но вряд ли обеспечит справедливую компенсацию лендерам. Формула, которая оценивает проектную компанию в целом, должна дать справедливую компенсацию как инвесторам, так и лендерам (и лендеры имеют первоочередное право на эту выплату), но в целом лендеры предпочитают конкретную формулу для покрытия их задолженности. Вопросами определения этого непогашенного долга чаще всего являются – покрывать ли дополнительные заимствования сверх базового кредитования, а также, должна ли быть оплачена будущая кредитная премия до окончания срока заимствования. Задача принятия таких «лишних» платежей является довольно сложной в этой ситуации, но их стоимость может служить препятствием к долгосрочной гибкости государственного органа.

**Качественный анализ** рисков включает методы для определения приоритетности выявленных рисков для планирования дальнейших действий. Оценивается приоритет выявленных рисков с использованием вероятности их возникновения, соответствующее влияние на цели проекта, если имеют место риски, а также другие факторы, такие как сроки и толерантность к риску проекта.

*Диапазон вероятностей:* Любое рисковое событие, которое имеет вероятность возникновения 90% или выше, будет включено в оценку стоимости, а не в реестр рисков. Один из следующих вариантов выбран определить вероятность риска:

- Более 70% (и менее 90%)
- 40% - 70%
- 20% - 40%
- 5% - 20%
- 0% - 5%

*Влияние на затраты:* Один из следующих вариантов выбирается, чтобы определить влияние на затраты в процентах от базовой оценки стоимости проекта:

- Более 25%
- 10% - 25%
- 3% - 10%
- 1% - 3%
- Менее 1%

*Влияние на сроки реализации:* Один из следующих вариантов выбирается, чтобы определить влияние на сроки реализации с точки зрения периода времени, на который проект будет отложен (или ускорен), если произойдет определенное рисковое событие:

- Более 52 недель
- От 16 до 52 недель
- От 4 до 16 недель
- От 1 до 4 недель
- От 0 до 1 недели

Ожидаемый эффект риска на стоимость и сроки реализации возможно разбить на категории (таблица 3.5, таблица 3.6). На данном этапе оценки, влияние классифицируется как очень высокое, высокое, среднее, низкое или очень низкое.

Таблица 3.5. Качественный анализ влияния риска на затраты

			Влияние на затраты				
			Более 25%	10%-25%	3%-10%	1%-3%	Менее 1%
			<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Шкала			<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Вероятность	Более 70%	<b>5</b>	Очень высокая	Высокая	Высокая	Средняя	Низкая
	40%-70%	<b>4</b>	Высокая	Высокая	Средняя	Средняя	Низкая
	20%-40%	<b>3</b>	Высокая	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая
	5%-20%	<b>2</b>	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая	Низкая
	0%-5%	<b>1</b>	Низкая	Низкая	Низкая	Низкая	Очень низкая

Источник: составлено автором

Таблица 3.6. Качественный анализ влияния риска на сроки реализации

			Влияние на сроки реализации				
			Более 52 нед.	16-52 нед.	4-16 нед.	1-4 нед.	0-1 нед.
			<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Шкала			<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Вероятность	Более 70%	<b>5</b>	Очень высокая	Высокая	Высокая	Средняя	Низкая
	40%-70%	<b>4</b>	Высокая	Высокая	Средняя	Средняя	Низкая
	20%-40%	<b>3</b>	Высокая	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая
	5%-20%	<b>2</b>	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая	Низкая
	0%-5%	<b>1</b>	Низкая	Низкая	Низкая	Низкая	Очень низкая

Источник: составлено автором

**Количественный анализ** рисков осуществляется по рискам, которые были приоритетными для анализа качественного риска, как потенциально и существенно влияющим на проект. Количественный анализ рисков осуществляется в целях расчета рисков с точки зрения стоимости и влияния времени.

Количественный анализ рисков предлагается осуществлять одним из двух способов:

- На основе анализа с помощью простой формулы для расчета среднего влияния рисков, используя минимальные, максимальные и, наиболее вероятные последствия на затраты и сроки реализации;
- Метод Монте-Карло с использованием специального программного обеспечения для моделирования ожидаемых последствий на затраты и сроки реализации, чтобы получить спектр значений риска вместе с их вероятностями.

Количественный анализ рисков позволяет осуществлять оценку «цена-качество» как на этапе предварительных закупок, так и после получения предложений от участников тендера. Также он может быть полезным при разработке ключевых условий договора.

В результате проведенного исследования, были сделаны выводы, что проекты государственно-частного партнерства, как правило, имеют очень сложные конструкции и несут за собой большие риски, которые требуют отдельных финансовых инструментов, которыми современное российское законодательство не обладает. Проработка их финансирования является сложной процедурой финансового менеджмента, так как в процессе их подготовки и реализации возникает множество финансовых и нефинансовых рисков, которые могут привести к значительному удорожанию или даже дефолту проекта.

В результате реализация проекта с помощью государственно-частного партнерства может быть более дорогостоящей и сложной, чем использование только бюджетного финансирования. Поэтому перед принятием решения о реализации того или иного инвестиционного проекта с помощью данного инструмента необходимым становится проведение комплексной экспертизы, включающей инвестиционное моделирование, правовой и финансово-экономический анализ. Это позволит ответить на вопрос, целесообразно ли использовать этот механизм, с точки зрения бюджетной эффективности, или дешевле и проще будет прибегнуть к государственному финансированию. Однако в сложившейся экономической ситуации, для которой характерен дефицит бюджетных средств на всех уровнях власти, привлечение частного капитала является одной из наиболее реальных схем финансирования инфраструктурных проектов.

Практическая апробация предложенной методики проводилась на проекте «Комплексное освоение территории в целях жилищного и иного строительства».

Как показали исследования, при проведении расчетов по экономической эффективности инвестиционного проекта особое место уделяется ставке дисконтирования – как оценке риска инвестирования в проект.

Во второй главе диссертации был сделан вывод, что за основу вычислений целесообразно принимать безрисковую ставку дохода, которая корректируется на величину различных премий за риск, связанных с конкретными инвестициями. Корректировки, или поправки, как правило, учитывают риски, связанные с масштабом инвестирования, ликвидностью объектов, компенсацией за предпринимательский риск и прочее.

Величина каждой из корректировок определяется экспертным путем и зависит от финансового состояния инвестиционно-строительного сектора экономики в целом, состояния строительной отрасли региона, города, особенностей территории предполагаемого освоения (ее локальными характеристиками), сложностью и спецификой инвестиционного проекта, стадией, для которой проводятся прогнозные расчеты и т.д.

Таким образом, поправки должны включать:

- индивидуальный риск проекта;
- компенсацию эффектов резких изменений уровня ликвидности;
- предпринимательский риск;
- прочие.

Используемая в расчетах формула:

$$Y = Y_{\beta} + \sum_{i=1}^n dY_i$$

где:

$Y_{\beta}$  - базовая ставка;

$dY_i$  -  $i$ -тая поправка.

Базовой ставкой или точкой отсчета является безрисковая составляющая, отражающая возможность альтернативных вложений для минимизации потерь, связанных с инвестированием в долгосрочные программы и проекты. Такой базой для большинства стран являются долгосрочные государственные облигации, либо аналогичные безрисковые вложения.

В расчетах в качестве безрисковой ставки используются данные:

- по ставке рефинансирования ЦБ РФ;

- ставок по счетам Государственного банка, имеющим наивысшую степень ликвидности. Эти ставки предусматривают минимальный уровень компенсации вкладчикам за использование их денег с учётом фактора времени;
- средней ставки дохода по крупным валютным депозитным вкладам банков высшей группы надёжности;
- ставки дохода по акциям крупнейших компаний, обеспеченных собственным капиталом этих компаний.

Таблица 3.7. Динамика изменения ставки рефинансирования ЦБ РФ за период 2008 – 2014 годы

Год	Размер ставки, %	Период действия	Указание ЦБ РФ
<b>2012</b>	<b>8,25</b>	<b>с 14 сентября 2012</b>	от 13.09.2012 № 2873-У
<b>2011</b>	8,0	с 26 декабря 2011	от 23.12.2011 № 2758-У
	8,25	с 3 мая 2011	от 29.04.2011 № 2618-У
	8,0	с 28 февраля 2011	от 25.02.2011 № 2583-У
<b>2010</b>	7,75	с 1 июня 2010	от 31.05.2010 № 2450-У
	8,0	с 30 апреля 2010	от 29.04.2010 № 2439-У
	8, 25	с 29 марта 2010 года	от 26.03.2010 N 2415-У
	8, 5	с 24 февраля 2010 года	от 19.02.2010 N 2399-У
<b>2009</b>	8, 75	с 28 декабря 2009 года	от 25.12.2009 N 2369-У
	9, 00	с 25 ноября 2009 года	от 24.11.2009 N 2336-У
	9, 5	с 30 октября 2009 года	от 29.10.2009 N 2313-У
	10,00	с 30 сентября 2009 года	от 29.09.2009 N 2299-У
	10, 5	с 15 сентября 2009 года	от 14.09.2009 N 2287-У
	10, 75	с 10 августа 2009 года	от 07.08.2009 N 2270-У
	11,00	с 13 июля 2009 года	от 10.07.2009 N 2259-У
	11, 5	с 05 июня 2009 года	от 04.06.2009 N 2247-У
	12,00	с 14 мая 2009 года	от 13.05.2009 N 2230-У
<b>2008</b>	12, 5	с 24 апреля 2009 года	от 23.04.2009 N 2222-У
	13,00	с 01 декабря 2008 года	от 28.11.2008 N 2135-У
	12,00	с 12 ноября 2008 года	от 11.11.2008 N 2123-У
	11,00	с 14 июля 2008 года	от 11.07.2008 N 2037-У
	10,75	с 10 июня 2008 года	от 09.06.2008 N 2022-У
	10,5	с 29 апреля 2008 года	от 28.04.2008 N 1997-У
<b>2007</b>	10,25	с 04 февраля 2008 года	от 01.02.2008 N 1975-У
	10,00	с 19 июня 2007 года	от 18.06.2007 N 1839-У
...	...	...	...
<b>2004</b>	13,00	с 15 июня 2004 года	от 11.06.2004 N 1443-У

Источник: Центральный Банк РФ

Учитывая масштаб проекта и его социальную значимость, в расчетах использована безрисковая ставка - по ставке рефинансирования ЦБ РФ, равная 8,25%.

В расчетах приняты прогнозные данные о величине инфляции, которая для России в долгосрочной перспективе составит 3,5%.

При оценке рисков кумулятивным методом учитывалось следующее:

- Риск неликвидности (диапазон от 0 до 5%), связанный с периодом возврата вложенных средств. Учитывая местоположение территории, типы предполагаемых к строительству объектов, их востребованность на рынке недвижимости, риск минимален и составляет 1%.

- Риск управления проектом (диапазон от 0 до 5%) связан с организацией и проведением работ по реализации инвестиционно-строительного проекта. Поскольку на начальной стадии реализации проекта руководство доказало свои профессиональные навыки и умение грамотно управлять инвестиционным проектом, риск минимален и составляет 1%.

- Риск конкуренции (диапазон от 0 до 5%) связан с возможностью появления проектов, «оттягивающих» финансовые и материально-технические ресурсы. Поскольку подобные инвестиционные проекты в Санкт-Петербурге в настоящее время отсутствуют, в перечне стратегических проектов нет аналогов, риск конкуренции отсутствует.

- Прочие риски, связанные с наличием экономических, юридических, градостроительных, экологических факторов, составляют также 1%, поскольку в настоящее время напрямую они не связаны с инвестиционной деятельностью, а указанные направления контролируются Руководством проекта.

Сумма рисков, с учетом безрисковой ставки, составила 11,25% ( $8,25+1+1+1=11,25$ )

Рассмотрим основные положения методики поправки на риск ставки дисконтирования.

Данная методика предполагает введение поправки к ставке дисконтирования, поскольку в формуле основного критерия оценки – NPV, увеличение ставки дисконтирования приводит к уменьшению приведенной стоимости возвратного потока, а, следовательно, к более осторожной оценке в отношении анализируемого потока. Поэтому, снижение риска решения в отношении оцениваемого инвестиционного проекта может быть достигнуто следующим образом: к используемой в расчете поправке на риск вводится поправка на риск, эту ставку увеличивающая.

Методика имеет следующий вид:

- Определяется расчетная ставка дисконта (в настоящем инвестиционном проекте – 11,25 %);

- Вводится поправка на риск, ассоциируемый с данным проектом;

- Рассчитывается NPV со ставкой дисконтирования, откорректированной на величину поправки;
- Определяется величина или диапазон, в пределах которого NPV имеет положительное значение;
- Проводится оценка диапазона, в котором NPV имеет отрицательное значение;
- По результатам проведенных расчетов принимается решение об инвестировании в проект.

При расчете величины поправки учитывались следующие характеристики проекта: привлекательность для инвестора, реальная осуществимость, привлекательность для потребителя.

Диапазон поправки составляет 0% - 3% (0% - отсутствие риска; 3% - наличие максимальной величины риска по данной поправке).

По результатам оценки проект является высокоэффективным. Для проверки устойчивости инвестиционного проекта к внешним изменениям проведены расчеты по чувствительности NPV к изменению ставки дисконта на один пункт.

Результаты проведения расчетов NPV при изменяющейся ставке дисконта приведены ниже:

Таблица 3.8. Анализ чувствительности NPV проекта к изменению ставки дисконта

Ставка дисконта, %	NPV, млн. руб.
11,25	112 793
13,75	86 994
16,75	66 763
19,75	50 814
22,75	38 182
25,75	28 134
28,75	20 115
31,75	13 694
34,75	8 542
37,75	4 400
40,75	1 067
43,75	- 1 616

Источник: Составлено автором

По проведенной оценке выявлено, что проект обладает достаточной степенью устойчивости, отрицательные значения чистой текущей стоимости возникают при высокой степени риска, связанной, как правило, с серьезными изменениями в политической и экономической ситуации в стране. Учитывая положительные сдвиги в экономике России, стабилизацию в социально-экономической сфере, сложившуюся конъюнктуру рынка

недвижимости, принимать решение о целесообразности реализации инвестиционного проекта следует исходя из стратегических целей инвестора, ориентируясь на финансовые возможности компании, ее ценовые и имиджевые приоритеты.

В приложении приведены показатели затрат и доходов и проведенные расчеты экономической эффективности проекта.

Предлагаемая методика расчета рисков с учетом поправок и инфляции сочетает в себе принципы качественного и количественного анализа. А также основывается на том, что роль риска является определяющей при оценке эффективности проекта.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основании проведенного диссертационного исследования можно сделать следующие обобщающие выводы:

1. На сегодняшний день можно выделить два подхода к определению понятия государственно-частного партнерства. В «широком» понимании ГЧП рассматривается как любые схемы партнерства государства и предпринимательского сектора, в то время как более «узкое» основывается на проектном финансировании и отделении проектов ГЧП от других схожих механизмов (прокьюремент, приватизации). Исходя из принятой нами расширенной трактовки партнерства и некоторую ограниченность вышеприведенных определений, мы сформулировали дефиницию государственно-частного партнерства как долгосрочного сотрудничества между государством и бизнесом с целью решения общественно значимых задач на национальном, региональном и местном уровнях, при котором основная доля риска и ответственность за проектный менеджмент ложится на частную компанию, а оплата за пользование объектом осуществляются административными органами или конечными пользователями. Основной целью государственно-частного партнёрства является финансирования капиталоемких отраслей экономики, имеющих длительный срок окупаемости, а также необходимость в привлечении не только финансовых ресурсов бизнеса, но и технологических (в том числе и инновационных).

2. Основным ГЧП-институтом является ГК «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)», основной целью которого является стимулирование инвестиционной деятельности в проекты общенационального, регионального и муниципального значения через использование инструментов ГЧП. Остальные же ГЧП-институты нуждаются в развитии, в том числе и с помощью ВЭБа, который мог бы оказать поддержку в качестве гарантий на становление в России такого перспективного инструмента, как инфраструктурные облигации.

3. Как правило, государственно-частное партнерство классифицируют по объему передаваемых частному партнеру прав собственности, используя такие формы как ВОТ, ВТО, ВООТ, ВОМТ и другие. Но мы полагаем, что более целесообразно разделять формы партнерства по степени вовлечения частного сектора в проект, а также принятия рисков бизнесом от государства по договору ГЧП.

4. Россия обладает большим потенциалом для развития различных форм государственно-частного партнерства, однако с целью его практической реализации необходимо решение следующих проблем:

- Несовершенство правового поля для реализации проектов государственно-частного партнерства. В частности, большинство форм участия субъектов в таких отношениях не закреплено официально, отсутствуют механизмы правового регулирования. Более того, из-за сложной подведомственности договора о ГЧП различным ветвям законодательства возникают противоречия.

- Затяжной характер принятия решений со стороны государственных органов власти.

- Отсутствие в России сформированного по отраслям рынка проектов ГЧП.

- Недостаток эффективных инструментов привлечения долгосрочного финансирования проектов ГЧП

- Ограничения суммы финансирования проектов, что является ограничением на региональные проекты.

- Отсутствие доверия в связи с коррупцией, ротацией чиновников, непрозрачностью организации проектов.

- Отсутствие методических материалов по практическому инструментарию, используемому в процессе реализации проектов государственно-частного партнерства, в том числе финансовому структурированию, моделированию, а также распределению и управлению рисками.

- Низкий уровень квалификации кадров государственно–муниципального управления, который сказывается на качестве подготовки проектов.

Решение данных проблем мы видим в следующем:

- Конкретизация понятия государственно-частного партнерства, а также определение конкретных механизмов взаимодействия органов власти и инвестора на федеральном уровне и в региональных законах. Кроме того, правовое закрепление порядка применения ГЧП-инструментов позволило бы снизить правовые риски, разрешить правовые коллизии, восполнить пробелы, устранив тем самым правовую неопределенность.

- Создание определенной системы коммуникаций и оперативного обмена информацией.

- Развитие механизмов страхования и гарантирования проектов государственно-частного партнерства от рисков, связанных с исполнением обязательств государственными органами власти.

- Разработка методических материалов, которые могли бы носить рекомендательный характер и включать в себя инструментарий, который может

использоваться при планировании и структурировании проекта государственно-частного партнерства.

- Создание механизма, позволяющего для участия в тендере объединять несколько муниципальных заказов в единый лот. В таком случае стало бы возможным привлечение единого инвестора, который бы финансировал сразу несколько объектов.
- Совершенствование порядка формирования целевых программ и контроля за их реализацией. Таким образом, мы считаем, что ежегодно должны проводиться анализ и оценка эффективности реализации, а также результаты должны быть в открытом доступе.
- Обеспечение комфортных условий, а также государственных гарантий для проектов государственно-частного партнерства.
- Активизация других перспективных форм государственно-частного партнерства, таких как модель, при которой ГЧП-соглашение со стороны публичного партнера реализует госкомпания, а со стороны частного специально созданная проектная компания с участием публичного партнера.

5. Осуществление финансового проектирования, прогнозирования и анализа в проектах ГЧП имеет ключевое значение. В литературе существенное значение уделяется анализу денежных потоков проекта. И это оправдано тем, что именно денежный поток используется для обслуживания долговых обязательств. Именно поэтому первым шагом в выполнении финансовой оценки является разработка модели движения денежных средств. Мы предлагаем ее осуществлять используя такие инструменты, как: расчет дисконтированного денежного потока, который показывает сегодняшнюю стоимость, или чистой приведенной стоимости (NPV), которая показывает стоимость в будущем, а также расчет внутренней нормы прибыли (IRR), которая определяет максимально приемлемую ставку дисконтирования, при которой можно инвестировать средства без каких-либо потерь для собственника. Оба эти инструмента имеют свои недостатки, которые рассматриваются в работе. Расчеты дисконтированного денежного потока и внутренней нормы прибыли используются различными способами всеми сторонами проекта ГЧП. Тем не менее, вывод можно сделать такой, что все эти расчеты включают оценки будущих потоков денежных средств, а результаты, таким образом, настолько близки к истинным, насколько точны данные, используемые для этих оценок. При этом, мы пришли к выводу, что основной проблемой при использовании различных инструментов при планировании проектов ГЧП является определение величины ставки дисконтирования. Таким образом, аргументировано, что для получения более полного понимания ситуации необходимо рассматривать множество значений ставки дисконтирования.

6. Для ответа на вопрос надо ли формировать публичный проект в рамках модели ГЧП, правительству или государственному органу власти необходимо оценить является ли вариант партнерства с частным сектором лучшим методом использования ресурсов. Для этого, как правило, осуществляется оценка проекта и предложенной модели государственно-частного партнерства по четырем основным критериям: целесообразность проекта и его экономическая обоснованность (Feasibility study), коммерческая жизнеспособность проекта (Commercial viability), оценка «цена-качество» для проекта ГЧП (Value for money) и фискальная ответственность (Fiscal responsibility).

7. Оценку «цена-качество» предлагается проводить с помощью такого инструмента, как «публичный компаратор» (PSC), который представляет собой альтернативное представление проекта ГЧП, если бы он был реализован в рамках традиционного бюджетного финансирования. Несмотря на то, что данный механизм активно критикуется в силу того, что оценки для долгосрочных проектов осуществляются весьма неточно, мы считаем, что PSC может быть использован на начальных стадиях тендера, когда он может повлиять на решение. Несмотря на то, что количественные подходы к оценке «цена-качество» являются обязательными во многих странах, расчет данного показателя является сложным на практике, а также не всегда может быть необходимым и оправдывать затраты на его проведение.

8. Исходным инструментом, используемым при принятии решения инвестором, является средневзвешенная стоимость капитала (WACC). WACC представляет собой начальное состояние проекта (предполагая, что это состояние будет постоянным), в то время как IRR проекта основан на прогнозировании всего срока жизни проекта (и, следовательно, позволяет изменять левверидж и конечное состояние проекта). Таким образом, мы склоняемся к использованию IRR проекта, так как данный показатель дает более точное представление о предполагаемой стоимости капитала в течение срока действия стандартного проекта ГЧП.

9. Как показывает практика, привлечение внимания к стратегически важным расчетам для получения точной и хорошо структурированной финансовой модели является одной из главных задач в процессе реализации проекта государственно-частного партнерства. Мы предложили определенную структуру, результатом которой является расчет платежей за услуги, которые должны покрыть финансирование проектной компании и операционные расходы, а также обеспечить возврат долевых инвестиций участника тендера. Также были определены требования, в рамках которых должно осуществляться данное структурирование, такие как: требования государственного органа к условиям контракта ГЧП и к условиям оплаты услуг; требования лендеров к условиям и графику погашения задолженности;

требования лендеров к коэффициенту покрытия долга; требования кредиторов к внутренней норме прибыли капитала.

10. Успешная реализация проектов государственно-частного партнерства зависит от целого ряда факторов и условий, надежности участников, особенностей среды, в которой это сотрудничество развивается. В связи с этим особую актуальность приобретает оценка возможных рисков реализации проектов ГЧП для повышения успешности их осуществления. Для этого нами были установлены риски ГЧП проектов для каждого из участников: государства, частного сектора и потребителей. Для каждой категории проектов требуется разработка детальной матрицы рисков и управления ими. Предлагаемая методика оценки рисков основана на системном сочетании методов количественного и качественного анализа инвестиционных рисков. Она позволяет судить о том, эффективен ли проект государственно-частного партнерства. Практическая апробация предложенной методики оценки рисков проводилась на проекте, реализуемом в Санкт-Петербурге «Комплексное освоение территории в целях жилищного и иного строительства».

### Список использованной литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (Часть I) от 21.10.1994 по состоянию на 08.02.2013 - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (Часть II) от 22.12.1995 по состоянию на 02.10.2013 - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
3. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ. Глава 20. Статья 179.2. Инвестиционный фонд Российской Федерации (введена Федеральным законом от 26.04.2007 № 63-ФЗ).
4. Налоговый кодекс Российской Федерации (Часть II) от 19.07.2000 по состоянию на 24.05.2013 - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
5. Постановление Правительства РФ от 01.03. 2008 № 134 «Об утверждении Правил формирования и использования бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда Российской Федерации» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
6. Постановление Правительства РФ от 14.02.2009 № 138 «Об утверждении типового концессионного соглашения в отношении объектов здравоохранения, в том числе объектов, предназначенных для санаторно-курортного лечения» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
7. Приказ Министерства Регионального Развития РФ от 30.10.2009 № 493 «Об утверждении Методики расчета показателей и применения критериев эффективности региональных инвестиционных проектов, претендующих на получение государственной поддержки за счет бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда Российской Федерации».
8. Распоряжение Правительства РФ от 17.11.2008 № 1662-р «О концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
9. Федеральный Закон РФ от 24.11.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
10. Федеральный Закон РФ от 14.01.1998 №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
11. Федеральный Закон РФ от 21.07.2005 №94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
12. Федеральный Закон РФ от 27.07.2006 №135-ФЗ «О защите конкуренции» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).

13. Федеральный Закон РФ от 22.07.2005 №115-ФЗ «О концессионных соглашениях» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
14. Федеральный Закон РФ от 17.05.2014 №82-ФЗ «О банке развития» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
15. Федеральный Закон РФ от 22.07.2005 №116-ФЗ «Об особых экономических зонах в Российской Федерации». Статья 2. - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
16. Федеральный Закон РФ от 21.12.2001 №178-ФЗ «О приватизации государственной и муниципальной собственности» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
17. Закон Санкт-Петербурга от 25.12.2006 №627-100 «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах» - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
18. Анализ эффективности реализации крупномасштабных проектов и программ в субъектах Российской Федерации на условиях государственно-частного партнерства / Аналитическая записка Счетной Палаты РФ по результатам экспертно-аналитического мероприятия, 2009. С. 168-169.
19. Меморандум о финансовой политике государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» от 27.07.2007 № 1007-р (с изменениями на 13.01.2014 г.).
20. Проект Федерального Закона № 238827-6 «Об основах государственно-частного партнерства в Российской Федерации» (по состоянию на 13.03.2013 г.). - [www.consultant.ru](http://www.consultant.ru).
21. Алпатов А.А., Пушкин А.В., Джапаридзе Р.М. Государственно-частное партнерство. Механизмы реализации. – М.: Альпина Паблишер, 2010.
22. Атьков О.Ю. Варианты сотрудничества бизнеса и государства для развития в совершенствования социальной инфраструктуры: перспективы использования механизмов ГЧП / О.Ю. Атьков. - М, 2008.
23. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. / И. А. Бланк. – 4-е изд., стер. – М.: Омега-Л, 2012.
24. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. - Киев: Ника-Центр, 2005.
25. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. 10-е изд.-Санкт-Петербург: Лидер, 2010.
26. Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. - М.: «И.Д. Вильямс», 2010.
27. Варнавский В.Г. Партнерство государства и частного сектора: формы, проекты, риски / В.Г. Варнавский. - М.: Наука, 2005.

28. Варнавский В.Г., Клименко А.В., Королев В.А. Государственно-частное партнерство. Теория и практика: учебное пособие. – М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2010.
29. Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Смоляк С. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика. -М.: Дело, 2001.
30. Белицкая А. В. Правовые формы государственно-частного партнерства в России и зарубежных странах// КонсультантПлюс: справ. правовая система. Версия Проф.- М., 2012.
31. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. 2-е рус. изд. (пер. Н. Барышниковой с 7-го междунар. изд.). - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. С.91.
32. Государственно-частное партнерство в образовании / под ред. Молчановой О. П., Лившина А. Я.-М.:2009.
33. Запатрина И. Публично-частное партнерство: потенциал для развивающихся экономик. Монография.– Saarbrucken: Lambert Academic Publishing, 2013.
34. Иванов В.В., Цытович Н.Н. Корпоративное финансовое планирование. - СПб.: БАН; Нестор-История, 2009.
35. Игнатюк Н.А. Государственно-частное партнерство в Российской Федерации. - М.: Эксмо, 2009.
36. Игонина, Л.Л. Инвестиции [Текст]: учеб. пособие / Л.Л. Игонина. - М.: ИНФРА-М, 2010.
37. Кабашкин В.А. Государственно-частное партнерство: международный опыт и российские перспективы. – М.: ООО «МИЦ», 2010. С. 341.
38. Кабашкин В.А. Государственно-частное партнерство в регионах российской федерации – М.: Дело, 2011.
39. Кабашкин В. А., Гребенев Д.О. Роль финансовых институтов развития в формировании государственно-частного партнерства. - М.: Международный Инновационный Центр, 2010.
40. Кабашкин В.А., Кошарец Н.С. Перспективы развития, государственно-частного партнерства на региональном уровне. - М.: Международный инновационный центр, 2010.
41. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2007. С. 63.
42. Ковалев В. В. Курс финансового менеджмента: учебник / В. В. Ковалев. – Москва: Проспект, 2011.
43. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Проспект, 2007.



44. Ковалев В.В. Управление денежными потоками, прибылью, рентабельностью М: Велби, Проспект, 2009.
45. Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Финансы организаций (предприятий): Учебник / В.В. Ковалев, Вит.В. Ковалев - М.: Проспект, 2010.
46. Ковалев В. В., Уланов В. А. Курс финансовых вычислений. — М.: Финансы и статистика, 2007.
47. Крылов Т. А. Венчурные фонды в России / Т.А.Крылов. - М.: РАВИ, 2007.
48. Ларин, С. Н. Государственно-частное партнерство: зарубежный опыт и российские реалии [Текст] / С.Н. Ларин // Государственно-частное партнерство в инновационных системах; Под общ. ред. С. Н. Сильвестрова. - Издательство ЛКИ, 2008.
49. Максимов В.В. Государственно-частное партнерство в транспортной инфраструктуре. Критерии оценки концессионных конкурсов. [Текст] / В.В. Максимов. - М.: Альпина Паблишер, 2010.
50. Михеев О.Л. Финансовые и правовые проблемы частно-государственного партнерства / О.Л. Михеев. – М.: Изд-во «Анкил», 2008.
51. Никонова И.А. Проектный анализ и проектное финансирование. [Текст] / И.А. Никонова. - М.: АП, 2012.
52. Особенков О.М., Щегорцов М.В. Альянс государства и капитала. [Текст] / О.М. Особенков, М.В. Щегорцов. - М.: ОАО «Типография «Новости», 2011.
53. Панкратов А.А. Государственно-частное партнерство в современной практике: основные теоретические и практические проблемы / А.А. Панкратов. – М.: Изд-во «Анкил», 2010.
54. Пушкин А.В., Богданов И.Г. Особые экономические зоны России: правовое регулирование – М.: Альпина Паблишер, 2009.
55. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Под ред. Теплова Т.В.- М.: ГУ ВШЭ, 2009.
56. Хабриева Т.Я. Учебное пособие по подготовке законопроектов и иных нормативных правовых актов органами исполнительной власти [Текст] / Т.Я. Хабриева, Н. А. Власенко. - М.: Эксмо-Пресс, 2010.
57. Шапкин А.С. Теория риска и моделирование рискованных ситуаций [Текст] / А.С. Шапкин, В.А. Шапкин. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К0», 2007.
58. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. - М.: Инфра-М, 2002.

59. Амуниц Д.М. Государственно-частное партнёрство. Концессионная модель совместного участия государства и частного сектора в реализации финансовоёмких проектов//Справочник руководителя учреждения культуры. - №12, 2005. С. 16-24.
60. Аржаник Е.П. Анализ факторов при формировании структуры финансирования проектов государственно-частного партнерства//Научное мнение. Экономика. - №4, 2013. С. 223-226.
61. Аржаник Е.П. Проблемы развития государственно-частного партнерства в России//Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. - №6, 2012. С. 22-26.
62. Аржаник Е.П. Финансовое моделирование в управлении проектами государственно-частного партнерства//Вестник Санкт-Петербургского государственного экономического университета. Экономика. - № 5 (72), 2014. С. 97-99.
63. Афанасьев М. Привлечение финансирования с помощью национальных экспортных кредитных агентств [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://fd.ru/articles/16047-privlechenie-finansirovaniya-s-pomoshchyu-natsionalnyh-eksportnyh-kreditnyh-agentstv> (Дата обращения: 10.04.2014).
64. Барьеры развития механизма ГЧП в России. - М.: НПФ «Экспертный институт», 2010 [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.niro.nnov.ru/?id=8164> (Дата обращения: 10.04.2014).
65. Белозор А. Ф. Взаимодействие государства и бизнеса в культурной политике России: автореф. дис. канд. культурологии. М. 2008. С. 20-21.
66. Варнавский В. Г. [Электронный ресурс] Государственно-частное партнерство в России: проблемы становления // Отечественные записки. 2004. № 6 [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://magazines.russ.ru/oz/2004\\_6/2004\\_6\\_19.html](http://magazines.russ.ru/oz/2004_6/2004_6_19.html) (Дата обращения 05.05.2013).
67. Внешэкономбанк и проекты государственно-частного партнерства в России. Новые задачи и возможности в условиях экономического спада. Концептуальные положения ЗАО «Делойт Туш СНГ», 2009 [Электронный ресурс] / Режим доступа <http://www.anspa.ru/files/sem2009/bazhenov/bazhenov.pdf/> (Дата обращения: 05.05.2013).
68. Вопросы государственно-частного партнерства. Корпорация развития Южной Якутии [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.sy-corp.ru/press/analytics/gos/> (Дата обращения: 05.08.2012)
69. Воротников А.М., Королев В.А. О развитии государственно-частного партнерства в российских регионах // Недвижимость и инвестиции. Правовое

регулирование. №2(43), 2010. [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://dpr.ru/journal/journal\\_41\\_15.htm](http://dpr.ru/journal/journal_41_15.htm) (Дата обращения: 12.02.2013).

70. Габдуллина Э.И. Оценка эффективности ГЧП как механизма взаимодействия власти и бизнеса // Современные проблемы науки и образования, 2012. - №2 [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.science-education.ru/102-5928> (Дата обращения: 12.02.2013).

71. Гордеев А. Механизм государственно-частного партнёрства в сфере науки: в чьей воле его запустить? [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.strf.ru/material.aspx?CatalogId=347&d\\_no=14562#.VAVm1H-MK1A/](http://www.strf.ru/material.aspx?CatalogId=347&d_no=14562#.VAVm1H-MK1A/) (Дата обращения: 01.04.2014)

72. Грицай С. В. Использование частно-государственного партнерства для повышения эффективности деятельности промышленного предприятия: Автореф. дис. канд. экон. наук. М., 2006. С. 13—15.

73. Губанов И. А. Государственно-частное партнерство в реализации функций российского государства. (вопросы теории и практики): автореф. дисс. канд. юр. наук. СПб. 2010. С. 16.

74. Дерябина, М.А Государственно-частное партнерство: теория и практика [Электронный ресурс] / М.А. Дерябина [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.financial-master.ru/news/5-articles/603-gosudarstvenno-chastnoe\\_partnerstvo\\_teoriya\\_ijpraktika.html](http://www.financial-master.ru/news/5-articles/603-gosudarstvenno-chastnoe_partnerstvo_teoriya_ijpraktika.html) (Дата обращения: 01.04.2014)

75. Дерябина М.А. Теоретические и практические проблемы государственно-частного партнерства [Электронный ресурс] / М.А. Дерябина / Режим доступа <http://www.meson.ru/ru/index.php?go=Content&id=29/> (Дата обращения: 12.02.2013).

76. Делмон Д. Государственно-частное партнерство в инфраструктуре. Практическое руководство для органов государственной власти. TheWorld Bank, 2010 [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.ppiaf.org/sites/ppiaf.org/files/publication/Jeff%20Delmon\\_PPP\\_russian.pdf](http://www.ppiaf.org/sites/ppiaf.org/files/publication/Jeff%20Delmon_PPP_russian.pdf) (Дата обращения: 21.02.2014).

77. Золотых Н. ГЧП в инновационной сфере [Текст] / Н. Золотых // Рамочный отчет, 2003.

78. Зусман, Е.В. ГЧП в условиях экономического кризиса: новые тенденции развития /Е.В. Зусман // Юрист. - №1, 2009 [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.rosez.ru/> (Дата обращения: 02.03.2014).

79. Качалина Т. Инфраструктурные облигации: быть или не быть в России? / Т. Качалина, Н. Лебедева [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.rcb.ru/lp/2009-00/22946/> (Дата обращения: 10.04.2014).
80. Квасов И. Н. Оценка рисков инвестиционных проектов частно-государственного партнерства в регионе // Экономический анализ: теория и практика. - №20, 2009. С. 26.
81. Колесникова К.И. Частно-государственное партнерство: опыт зарубежных стран и перспективы для России // Журнал Научный вестник УрАГС. - №3(4), 2008. Режим доступа <http://vestnik.uara.ru/ru-ru/issue/2008/03/16/> (Дата обращения: 10.04.2014).
82. Коровин Е. Кредитный риск проектов частно-государственного партнерства и механизмы поддержки [Электронный ресурс] / Е. Коровин / [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://regionaiistika.ucoz.ru/> (Дата обращения: 10.04.2014).
83. Кузьмин В.А. Государственно-частное партнерство: опыт реализации механизма в Германии и возможности его использования в России [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/PPP%20in%20foring%20country/Kuzmin\\_PPP\\_Germany.pdf/](http://www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/PPP%20in%20foring%20country/Kuzmin_PPP_Germany.pdf/) (Дата обращения: 10.04.2014).
84. Лактюшина О.В. Частно-государственное партнерство как эффективный механизм управления развитием сферы услуг // Российское предпринимательство. № 2 Вып. 1 (152), 2010. С. 125-128.
85. Лившиц В.Н. (ИСА и ЦЭМИ РАН) О методологии оценки эффективности российских инвестиционных проектов: Научный доклад. — М.: Институт экономики РАН, 2009.
86. Лысихина О. И. Концессионное соглашение как форма государственно-частного партнерства в транспортной сфере // Транспортное право. 2007. № 4. С. 4.
87. Лютова М. Дефицит партнеров // Ведомости, 11.02.2014. - №22 (3526) [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/621441/deficit-partnerov/> (Дата обращения: 10.04.2014).
88. Лютова М. Концессии под угрозой // Ведомости, 20.03.2014, 48 (3552) [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/645761/koncessii-pod-ugrozoj/> (Дата обращения: 10.04.2014).
89. Максимов В.В. 30% неудачных проектов - норма для механизма ГЧП?, 2013 [Электронный ресурс] // Режим доступа

[http://www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/V.Maximov\\_30%25.pdf](http://www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/V.Maximov_30%25.pdf) (Дата обращения: 10.04.2014).

90. Материалы Агентства страховых новостей [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://bo.bdc.ru/2007/7/smditsir\\_kredit.htm/](http://bo.bdc.ru/2007/7/smditsir_kredit.htm/) (Дата обращения: 10.04.2014).

91. Материалы международного промышленного портала [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.promvest.info/news/regionpotencial.php?ELEMENT\\_ID=32206/](http://www.promvest.info/news/regionpotencial.php?ELEMENT_ID=32206/) (Дата обращения: 10.04.2014).

92. Материалы Международной конференции Внешэкономбанка «Модернизация российской экономики: роль институтов развития» 8.12.2009г. [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.vyb.ni/m/about/press/actions/index.php?id32=5978> (Дата обращения: 10.04.2014).

93. Материалы Московского городского юридического бюро №1 [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.mos-ur.m/articles.php?article\\_id=86](http://www.mos-ur.m/articles.php?article_id=86) (Дата обращения: 10.04.2014).

94. Материалы экспертного совета по законодательству о государственно-частном партнерстве [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.ppp-lawrussia.ru/fzd/modzak.htm> (Дата обращения: 10.04.2014).

95. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.cbr.ru/today/ms/bn/basel.htm> (Дата обращения: 07.01.2014).

96. Парфенов Г.А. Проблемы и ошибки при оценке эффективности инвестиционных проектов [Текст] / Г.А. Парфенов // Экономический анализ: теория и практика. - № 14, 2005. С. 7-15.

97. Практика применения концессионных соглашений для развития региональной инфраструктуры в России. – М.: Центр развития государственно-частного партнерства, 2014 [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.pppcenter.ru/assets/docs/ppp+.pdf> (Дата обращения: 17.05.2014).

98. Саванкова Н. Е. Партнерство государства и бизнеса в условиях глобального финансового кризиса [Текст] / Н. Е. Саванкова // Экономические науки. - №50, 2009. С. 79.

99. Салихов, Х. Инфраструктурные облигации. Это один из ключевых инструментов финансирования долгосрочных проектов [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.e-vid.ru/index-m-192-p-63-article-31958.htm> (Дата обращения: 10.04.2014).

100. Семенин А. Зачем в мире создают центры развития государственно-частного партнерства // Российская Бизнес-газета №780 (47) от 14.12.2010. [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.rg.ru/2010/12/14/partnerstvo.html>. (Дата обращения: 17.05.2014).
101. Семенова А. Инвесторам расскажут, как заработать на детских садах // Известия. 8 апреля. 2013. [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.izvestia.ru/news/548110> (Дата обращения: 17.05.2014).
102. Соловьев М.М. Проблема эффективности государственно-частного партнерства / М.М. Соловьев, К.Г. Жалкубаева, М.М. Македонская // Материалы международной конференции по проблемам управления в ИЛУ РАМ. - М.: ИЛУ РАН, 2008.
103. Сосна С.А. О концепции общественного достояния [Текст] / С.А. Сосна // Государство и право. - №2, 1996.
104. Товкайло М. К «Олимпстрою» подан первый крупный иск от строителей олимпийских объектов // Ведомости. 17.12.2012
105. Хатаева М. А., Цирин А. М. Законодательство о государственно-частном партнерстве в РФ: проблемы, тенденции, перспективы // Журнал российского права. 2008. № 10. С. 156.
106. Холодная Н.Д. Государственно-частное партнерство—новый тип отношений в Российской экономике // Вопросы государственного и муниципального управления, 2009. - № 2. С. 42-56.
107. Чернышев, А. Инфраструктурные облигации. Текущее состояние // Cbonds Review. - № 3, 2009. С. 27.
108. Шарингер Л. Новая модель инвестиционного партнерства государства и частного сектора // Мир перемен. - № 2, 2004. С. 3.
109. Шарипова Е. Аналитические материалы Idea Factory: как запустить конвейер долгосрочных инвестиций в инфраструктуру? Роль институциональных инвесторов (Внешэкономбанк), 2013. С. 11. [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/FINAL%20DOKLAD2-A4.pdf> (Дата обращения: 17.05.2014).
110. Шарипова Е. Оценка проектов ГЧП: применение критерия «Цена-Качество» и оценка Public Sector Comparator, 2013 [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.pppinrussia.ru/userfiles/upload/files/Value%20for%20money.pdf> (Дата обращения: 17.05.2014).
111. Якунин, В.И. Партнерство в механизме государственного управления [Текст] / В.И. Якунин // Социологические исследования, 2007. - №2. С. 16-18.

112. Ведомости 04.07.2014, 119 (3623) [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/710411/popraviv-putina?from=newsletter-new-issue&utm\\_source=newsletter&utm\\_medium=content&utm\\_campaign=new-issue](http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/710411/popraviv-putina?from=newsletter-new-issue&utm_source=newsletter&utm_medium=content&utm_campaign=new-issue) (Дата обращения: 17.05.2014).

113. ГЧП-РОССИЯ.РУ: информационный портал. Государственно- частное партнерство в России [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.ppp-iussia.ru/>

114. Официальный сайт компании «А.Т. Карни» [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.atkearney.com/documents/10192/5082922/A+Wealth+of+Choices.pdf/61c80111-41b2-4411-ad1e-db4a3d6d5f0d>

115. Официальный сайт компании «Делойт» [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.deloitte.com/view/ru\\_RU/ru/7561/140947/index.htm/](http://www.deloitte.com/view/ru_RU/ru/7561/140947/index.htm/)

116. Официальный сайт компании «Эрнст энд Янг» [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.ey.com/RU/ru/Issues/Business-environment/EY-road-to-2030-infrastructure-development-in-russia>

117. Официальный сайт международного рейтингового агентства Fitch Ratings [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.fitchratings.ru/>

118. Официальный сайт Национального исследовательского института «Высшая школа экономики» [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.hse.ru/>

119. Официальный сайт Министерства регионального развития Российской Федерации [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.minregion.ru/>

120. Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.minfin.ru/>

121. Официальный сайт Правительства Российской Федерации [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://premier.gov.ru/>

122. Официальный сайт Центрального Банка РФ [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.cbr.ru/statistics>

123. Официальный сайт рейтингового агентства Standard & Poog's [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.standardandpoors.com/home/en/eu/>

124. Официальный сайт Риановости [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.rian.ru/>

125. Официальный сайт Центра проблемного анализа и государственно-управленческого проектирования [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.rusrand.ru/vlast/publikac/partn/>

126. Официальный сайт Правительства Волгоградской области [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.economics.volganet.ru/>
127. Официальный сайт электронной газеты «Новые деловые вести» [Электронный ресурс] // Режим доступа <http://www.ndwesti.ru/fascicle/2007/6/638/10161>
128. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс] // Режим доступа [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/finans/obzor-str2013.doc/](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/obzor-str2013.doc/)
129. Anginer D., Torre A., Ize A. Risk Absorption by the State: When Is It Good Public Policy? (Policy Research Working Paper 5893, World Bank, Washington DC, 2011)
130. Benninga S. Financial Modeling with Excel. Third Edition, Cambridge, MA: MIT Press, 2008.
131. Bitsch F., Buchner A., and Kaserer C. Risk, return and cash flow characteristics of infrastructure fund investments, EIB Papers, Vol. 15, No. 1 (European Investment Bank, Luxemburg, 2010), p. 106.
132. Bult-Spiering M., Dewulf G. Strategic Issues in Public-Private Partnerships: An International Perspective / Blackwell Publishing, Carlton.-2007.
133. Das P.K. PPP and Project Finance : Development and Use of Financial Models TMH, 2012.
134. Delmon J. Public-Private Partnership Projects in Infrastructure: An Essential Guide for Policy Makers / Cambridge university press, New York.-2011.
135. Delmon J. Private Sector Investment In Infrastructure: Project Finance, PPP Projects and Risk / The World Bank, Kluwer Law International, 2009.
136. Demirag I., Khadaroo I., Stapleton P. & Stevenson C. Public private partnership: financiers' perceptions of risks (The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, 2010).
137. Euromoney Institutional Investor, 2010, Project Finance Yearbook 2009/2010.
138. Gerrard M.B. What are public-private partnerships, and how do they differ from privatizations? [Text] / M.B. Gerrard // Finance & Development. - 2001. - Vol. 38. - №3.
139. Grimsey D. Are Public Private Partnerships Value for Money? Evaluating Alternative Approaches and Comparing Academic and Practitioner Views [Text] / D. Grimsey M.K. Lewis // Accounting Forum. - 2005. - №29 (4).
140. Grimsey, D., Lewis, M. Public Private Partnerships: The Worldwide Revolution in Infrastructure Provision and Project Finance / Edward Elgar, Cheltenham, 2007.



141. Hodge G. Risks in Public-Private Partnerships: shifting, sharing or shirking? [Text] / G. Hodge // Asia Pacific Journal of Public Administration, — 2006. - № 26(2). - p. 157 – 179.
142. Istrate E., Puentes R. Moving Forward on Public Private Partnerships: U.S. and International Experience with PPP Units (Brookings-Rockefeller Project on State and Metropolitan Innovation, Washington DC, 2011).
143. Klein M. Risk, taxpayers, and the role of government in project finance / Washington DC: World Bank. – 1996. URL: [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1999/08/15/000009265\\_3970311115003/Rendered/PDF/multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1999/08/15/000009265_3970311115003/Rendered/PDF/multi_page.pdf) (Дата обращения: 17.05.2014).
144. Leigland J. and Shugart C. Is the public sector comparator right for developing countries? Appraising public-private projects in infrastructure: Gridlines, World Bank and PPIAF, 2006. P.1.
145. Linder, S- Coming to Terms with the public-private partnership: a grammar of multiple meanings [Text] / S. Linder // American Behavioral Scientist, 1999. N43(1). P. 35 — 51.
146. McKinsey & Company Inc. (Author) et al. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.-Hoboken: John Wiley and Sons, 2010.
147. National Public Private Partnership Guidelines Volume 5: Discount Rate Methodology Guidance.-Canberra: Infrastructure Australia, 2008. P.23.
148. Norwegian road projects are now profitable: the Government reduces the discount rate/Nordic Road and Transport Research, № 2/3.- Stockholm.: VTI, 2005
149. O'Toole L. The Implications for Democracy in a Networked Bureaucratic World [Text] / L. O'Toole // Journal of Public Administration Research and Theory. - 1997. - Vol.7.
150. Piganataro P. Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity.-Hoboken: John Wiley and Sons, 2013.
151. Public Private Partnerships: Public Sector Comparator Policy (Additional Policy Guidance).-Canberra: Infrastructure Australia, 2013. P.14.
152. Public-Private Partnerships: Reference guide, World Bank/PPIAF, 2012. P. 132-138.
153. Reinhardt W. The Role of Private Investment in Meeting U.S. Transportation Infrastructure Needs, 2011. URL: [http://www.pwfinance.net/document/research\\_reports/0%20artba.pdf](http://www.pwfinance.net/document/research_reports/0%20artba.pdf) (Дата обращения: 17.05.2014).
154. Rhodes R. Policy Network in British Politics. A Critique of Existing Approaches [Text] / R. Rhodes, D. Marsh if Policy Network in British Government. – Oxford, 1992.
155. Rosenau P. Public-Private policy partnerships [Text] / P. Rosenau // Cambridge. - MA: MIT press, 2000.

156. Savas E.S. Privatization and public-private partnerships [Text] / E.S. Savas. - New York: Chartman House, 2000.
157. Sengupta C. Financial Analysis and Modeling Using Excel and VBA. Second Edition, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2010.
158. Standard and Poor's, Public Private Partnerships: Global Credit Survey [Text] // Standard and Poor's. - New York, 2005.
159. The EIB's Role in Public-Private Partnerships (PPPs) [Text]. — Luxembourg: European Investment Bank, 2004.
160. Van Ham R., Koppenjan J., Building Public-private partnerships: assessing and managing risks in port development [Text] / H. Van Ham, J. Koppenjan. - 2001.
161. Williamson O. The economic Institutions of Capitalism [Text] / O. Williamson. - New York: free press, 1985.
162. Yescombe E.R. Principles of Project Finance / Academic Press, New York – 2013.
163. Yescombe E.R. Public-Private Partnerships: Principles of Policy and Finance / Butterworth-Heinemann, London. – 2007.
164. Whittaker D. PFI PPP Financial Modelling and Analysis - A Practical Guide / Euromoney Institutional Investor PLC, London.- 2010.
165. Weber B., Alfen H. W. Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Project Finance and PPP (Wiley Finance). - Chichester : Wiley, 2011.
166. Quiggin J. Risks, PPPs and the Public Sector Comparator, Australian Accounting Review, Vol. 14, No. 2 (2004). P. 51-61.
167. European PPP Expertise Centre, The Non-Financial Benefits of PPPs: An Overview of Concepts and Methodology (EPEC, Luxemburg, 2011)
168. Methodology for Quantitative Procurement Options Analysis Discussion Paper. URL: <http://www.partnershipsbc.ca/files-4/documents/ProcurementOptionsAnalysisDiscussionPaperOctober142011.pdf> (Дата обращения: 04.03.2014).
169. Study into Rates of Return Bid on PFI Projects, PricewaterhouseCoopers, London, 2002. URL: [http://www.pwcglobal.com/uk/eng/about/svcs/pfp/pwc\\_rorstudy.pdf](http://www.pwcglobal.com/uk/eng/about/svcs/pfp/pwc_rorstudy.pdf) (Дата обращения: 02.11.2013).
170. The World Bank /What are Public Private Partnerships. URL: <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/overview/what-are-public-private-partnerships> (Дата обращения: 01.04.2014).

## Паспорт проекта

<b>Наименование проекта</b>	<b>Комплексное освоение территории в целях жилищного и иного строительства.</b>
Цели проекта	<p>Повышение уровня обеспеченности населения жильем.</p> <p>Строительство жилья, объектов коммунальной, социальной и дорожной инфраструктуры в соответствии со стандартами качества, обеспечивающими комфортные условия проживания населения.</p> <p>Привлечение средств внебюджетных источников для финансирования проекта освоения и развития территорий.</p> <p>Повышение эффективности использования и качества среды городской территории.</p> <p>Формирование эффективных правовых, финансовых и организационных механизмов реализации проектов освоения и развития территорий.</p>
Сроки реализации проекта	2011-2020 годы
Застройщик/заказчик/правообладатель	ООО «Северо-Запад Инвест» – арендатор земельных участков
Площадь земельного участка	521,07 га (144,16 га на существующей территории и 376,91 га намывные территории (310,03 га и 66,88 га))
Вид права, на котором земельный участок предоставлен правообладателю	Аренда
Участвующие в реализации проекта исполнительные органы государственной власти СПб	<p>Комитет по строительству</p> <p>Комитет по энергетике и инженерному обеспечению</p> <p>Комитет по градостроительству и архитектуре</p> <p>Комитет по управлению городским имуществом</p> <p>Комитет экономического развития, промышленной политики и торговли</p> <p>Комитет по развитию транспортной инфраструктуры</p> <p>Жилищный комитет</p> <p>Администрация Курортного и Приморского районов</p>

## Приложение 1 (продолжение)

<p>Объемы и источники финансирования Проекта</p>	<p>Общий объем финансирования проекта в 10-ти годах <b>370 861</b> млн. руб., В том числе по годам:</p> <p>2011 г. - 12 121 млн руб. 2012 г. - 12 761 млн руб. 2013 г. - 20 536 млн руб. 2014 г. - 39 519 млн руб. 2015 г. - 44 215 млн руб. 2016 г. - 56 591 млн руб. 2017 г. - 61 280 млн руб. 2018 г. - 65 420 млн руб. 2019 г. - 30 606 млн руб. 2020 г. - 27 812 млн руб.</p> <p>Из них: Собственные/заемные средства <b>316 814</b> млн. руб., В том числе по годам:</p> <p>2011 г. - 12 121 млн руб. 2012 г. - 12 761 млн руб. 2013 г. - 20 536 млн руб. 2014 г. - 39 519 млн руб. 2015 г. - 35 780 млн руб. 2016 г. - 45 201 млн руб. 2017 г. - 50 911 млн руб. 2018 г. - 52 481 млн руб. 2019 г. - 19 691 млн руб. 2020 г. - 16 735 млн руб.</p> <p>средства бюджета Санкт-Петербурга/ федерального бюджета <b>54 047</b> млн руб. В том числе по годам:</p> <p>2011 г. - 0 млн руб. 2012 г. - 0 млн руб. 2013 г. - 0 млн руб. 2014 г. - 0 млн руб. 2015 г. - 8 435 млн руб. 2016 г. - 11 389 млн руб. 2017 г. - 10 369 млн руб. 2018 г. - 12 939 млн руб. 2019 г. - 10 915 млн руб. 2020 г. - 11 077 млн руб.</p>
--	---

## Приложение 1 (продолжение)

Ожидаемые конечные результаты реализации проекта	Ввод в эксплуатацию 1, 877 млн.кв. м общей площади жилья; ввод социальных объектов – 9 школ и 22 ДОУ. Благоустройство городских территорий. Повышение эффективности использования городских территорий и качества среды проживания граждан
--	--

**Расчет эффективности реализации инвестиционного проекта**  
**Расходная часть проекта**

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Жилая зона индивидуальных (одноквартирных) жилых домов (отдельно стоящих и (или) блокированных) с участками не менее 150 квадратных метров с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т1Ж2-1)</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					30	30	30	5	5	
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>3 706</b>					1 773	1 933	2 107	383	417	
<b>Жилая зона индивидуальных (одноквартирных) отдельно стоящих жилых домов с участками не менее 1200 квадратных метров, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т1Ж2-2)</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					40	40	20			
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>1 689</b>					629	686	374			

## Приложение 2 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Жилая зона малоэтажных многоквартирных жилых домов с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т2Ж1)</b>											
График строительства, %	<b>100</b>				20	20	20	20	20		
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>103 780</b>				17 341	18 902	20 603	22 457	24 478		
<b>Жилая зона среднеэтажных и многоэтажных (до 9 этажей включительно) многоквартирных жилых домов, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т3Ж1)</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>6 636</b>					1 257	1 370	1 493	1 628	887	967
<b>Жилая зона среднеэтажных и многоэтажных многоквартирных жилых домов, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т3Ж2)</b>											
График строительства, %	<b>100</b>							30	30	30	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>16 000</b>							4 881	5 320	5 799	2 107
<b>Отдельностоящие коммерческие здания</b>											
График строительства, %	<b>100</b>						20	20	20	20	20
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>9 469</b>						1 582	1 725	1 880	2 049	2 234

## Приложение 2 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Встроенно-пристроенные коммерческие объекты</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					30	30	20	10	5	5
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>24 859</b>					7 005	7 635	5 548	3 024	1 648	1 796
<b>Общеобразовательная школа</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	10	15	15
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>2 240</b>					449	490	534	291	476	519
<b>ДОУ</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>968</b>					183	200	218	237	129	141
<b>Больница</b>											
График строительства, %	<b>100</b>								20	40	40
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>614</b>								193	421	459
<b>Поликлиника (детская и взрослая)</b>											
График строительства, %	<b>100</b>						25	25	10	20	20
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>599</b>						169	182	79	170	183
<b>Гостиницы</b>											
График строительства, %	<b>100</b>						20	20	20	20	20
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>2 307</b>						512	553	597	645	696
<b>Спортивные сооружения</b>											
График строительства, %	<b>100</b>						10	20	30	20	20
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>12 302</b>						1 340	2 895	4 690	3 377	3 647
<b>Офисно-деловые объекты</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>32 229</b>					6 214	6 711	7 248	7 828	4 227	4 565



## Приложение 2 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>зеленые насаждения общего и ограниченного пользования с включением объектов, допустимых в соответствии с законодательством об охране зеленых насаждений, включая плоскостные спортивные сооружения</b>											
График строительства, %	<b>100</b>							10	20	30	40
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>153</b>							23	49	80	115
<b>парковочные места</b>											
График строительства, %	<b>100</b>						20	20	30	15	15
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>19 905</b>						4 169	4 503	7 294	3 939	4 254
<b>объекты инженерной и транспортной инфраструктуры, коммунальные объекты, объекты санитарной очистки, с включением складских и производственных комплексов</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					30	30	15	15	5	5
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>21 166</b>					6 013	6 495	3 507	3 788	1 364	1 473
<b>Улично дорожная сеть</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	15	15	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>2 375</b>					456	492	532	431	465	335
<b>магистральные улицы городского значения</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	15	15	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>2 298</b>					441	476	514	417	450	324
<b>магистральные улицы районного значения</b>											
График строительства, %	<b>100</b>					20	20	20	15	15	10
Затраты на строительство, млн.руб.	<b>1 299</b>					289	289	289	217	217	144



## Приложение 2 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>ИТОГО</b>											
<b>Итого затраты на строительство,млн.руб.</b>	<b>370 861</b>	<b>12 121</b>	<b>12 761</b>	<b>20 536</b>	<b>39 519</b>	<b>44 215</b>	<b>56 591</b>	<b>61 280</b>	<b>65 420</b>	<b>30 606</b>	<b>27 812</b>
НДС	56 572	1 849	1 947	3 133	6 028	6 745	8 632	9 348	9 979	4 669	4 242
возврат НДС	95 945		1 849	1 947	3 133	12 773	15 377	17 980	19 327	14 648	8 911
налог на прибыль	85 163			-4 929	-9 485	12 710	15 566	19 905	21 467	24 189	5 740
<b>Итого расходы по проекту,млн.руб.</b>	<b>416 651</b>	<b>13 970</b>	<b>12 859</b>	<b>16 793</b>	<b>32 930</b>	<b>50 896</b>	<b>65 412</b>	<b>72 553</b>	<b>77 539</b>	<b>44 815</b>	<b>28 883</b>
Ставка дисконта годовая, %	<b>10,75</b>	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500	10,7500
Фактор дисконтирования денежных потоков		0,9029	0,8153	0,7362	0,6647	0,6002	0,5419	0,4893	0,4418	0,3989	0,3602
<b>Дисконтированные расходы,млн.руб.</b>	<b>221 387</b>	<b>12 614</b>	<b>10 484</b>	<b>12 362</b>	<b>21 889</b>	<b>30 547</b>	<b>35 448</b>	<b>35 502</b>	<b>34 259</b>	<b>17 879</b>	<b>10 404</b>

## Доходная часть проекта

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Жилая зона индивидуальных (одноквартирных) жилых домов (отдельно стоящих и (или) блокированных) с участками не менее 150 квадратных метров с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т1Ж2-1)</b>											
График продаж %	<b>100</b>					30	30	30	5	5	
Итого поступлений, млн.руб.	<b>14 978</b>					7 065	7 913	8 863	1 654	1 853	
<b>Жилая зона индивидуальных (одноквартирных) отдельно стоящих жилых домов с участками не менее 1200 квадратных метров, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т1Ж2-2)</b>											
График продаж %	<b>100</b>					40	40	15	5		
Итого поступлений, млн.руб.	<b>12 369</b>					4 775	5 348	2 246	839		

## Приложение 3 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Жилая зона малоэтажных многоквартирных жилых домов с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т2Ж1)</b>											
График продаж %	<b>100</b>					20	20	20	20	20	
Итого поступлений, млн.руб.	<b>313 507</b>					49 349	55 271	61 903	69 332	77 652	
<b>Жилая зона среднеэтажных и многоэтажных (до 9 этажей включительно) многоквартирных жилых домов, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т3Ж1)</b>											
График продаж %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>15 935</b>					2 862	3 206	3 591	4 023	2 253	2 524
<b>Жилая зона среднеэтажных и многоэтажных многоквартирных жилых домов, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Т3Ж2)</b>											
График продаж, %	<b>100</b>							40	30	25	5
Итого поступлений, млн.руб.	<b>31 112</b>							11 112	9 335	8 713	1 952

## Приложение 3 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Отдельностоящие коммерческие здания</b>											
График продаж, %	<b>100</b>						20	20	20	20	20
Итого поступлений, млн.руб.	<b>28 612</b>						4 503	5 044	5 649	6 328	7 088
<b>Встроенно-пристроенные коммерческие объекты</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					30	30	20	10	5	5
Итого поступлений, млн.руб.	<b>63 488</b>					15 947	17 862	13 338	7 470	4 184	4 686
<b>Общеобразовательная школа</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>2 247</b>					449	449	449	449	225	225
<b>ДОУ</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>917</b>					183	183	183	183	92	92
<b>Больница</b>											
График продаж, %	<b>100</b>								20	40	40
Итого поступлений, млн.руб.	<b>965</b>								193	386	386
<b>Поликлиника (детская и взрослая)</b>											
График продаж, %	<b>100</b>						25	25	10	20	20
Итого поступлений, млн.руб.	<b>674</b>						169	169	67	135	135
<b>Гостиницы</b>											
График продаж, %	<b>100</b>						20	20	20	20	20
Итого поступлений, млн.руб.	<b>7 191</b>						961	1 156	1 390	1 672	2 012
<b>Спортивные сооружения</b>											
График продаж, %	<b>100</b>						10	20	30	20	20
Итого поступлений, млн.руб.	<b>30 472</b>						1 976	4 755	8 581	6 882	8 279

## Приложение 3 (продолжение)

Параметры		2011 год	2012 год	2013 год	2014 год	2015 год	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	2020 год
<b>Офисно-деловые объекты</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					20	20	20	20	10	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>83 955</b>					10 906	13 120	15 783	18 987	11 421	13 739
<b>парковочные места</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					10	20	25	35	5	5
Итого поступлений, млн.руб.	<b>56 683</b>					3 848	7 697	12 527	22 834	4 247	5 530
<b>Улично дорожная сеть</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					20	20	20	15	15	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>2 279</b>					456	456	456	342	342	228
<b>магистральные улицы городского значения</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					20	20	20	15	15	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>2 622</b>					441	476	514	417	450	324
<b>магистральные улицы районного значения</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					20	20	20	15	15	10
Итого поступлений, млн.руб.	<b>1 444</b>					289	289	289	217	217	144
<b>Пересечения городских проездов в разных уровнях</b>											
График продаж, %	<b>100</b>						15	30	30	25	
Итого поступлений, млн.руб.	<b>1 013</b>						133	288	311	280	
<b>Мосты</b>											
График продаж, %	<b>100</b>						10	10	20	30	30
Итого поступлений, млн.руб.	<b>9 638</b>						785	848	1 832	2 968	3 205
<b>Затраты на подключение к инженерным сетям</b>											
График продаж, %	<b>100</b>					15	15	15	15	20	20
Итого поступлений, млн.руб.	<b>4 992</b>					603	651	703	760	1 094	1 181





## Источники финансирования проекта

Сводная таблица общих объемов финансирования по источникам финансирования, годам реализации работ, видам объектов, млн. руб.

Параметры		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Жилая зона индивидуальных (одноквартирных) жилых домов (отдельно стоящих и (или) блокированных) с участками не менее 150 квадратных метров с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Г1Ж2-1)	3 706	0	0	0	0	1 773	1 933	2 107	383	417	0
Жилая зона индивидуальных (одноквартирных) отдельно стоящих жилых домов с участками не менее 1200 квадратных метров, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Г1Ж2-2)	1 689	0	0	0	0	629	686	374	0	0	0
Жилая зона малоэтажных многоквартирных жилых домов с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (Г2Ж1)	103 780	0	0	0	17 341	18 902	20 603	22 457	24 478	0	0

## Приложение 4 (продолжение)

Параметры		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Жилая зона среднеэтажных и многоэтажных (до 9 этажей включительно) многоквартирных жилых домов, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (ТЗЖ1)	6 636	0	0	0	0	1 257	1 370	1 493	1 628	887	967
Жилая зона среднеэтажных и многоэтажных многоквартирных жилых домов, с включением объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения, связанных с проживанием граждан, а также объектов инженерной инфраструктуры (ТЗЖ2)	16 000	0	0	0	0	0	0	4 881	5 320	5 799	2 107
Отдельностоящие коммерческие здания	9 469	0	0	0	0	0	1 582	1 725	1 880	2 049	2 234
Встроенно-пристроенные коммерческие объекты	24 859	0	0	0	0	7 005	7 635	5 548	3 024	1 648	1 796
Общеобразовательная школа	2 240	0	0	0	0	449	490	534	291	476	519
ДОУ	968	0	0	0	0	183	200	218	237	129	141
Больница	614	0	0	0	0	0	0	0	193	421	459
Поликлиника (детская и взрослая)	599	0	0	0	0	0	169	182	79	170	183
Гостиницы	2 307	0	0	0	0	0	512	553	597	645	696
Спортивные сооружения	12 302	0	0	0	0	0	1 340	2 895	4 690	3 377	3 647
Офисно-деловые объекты	32 229	0	0	0	0	6 214	6 711	7 248	7 828	4 227	4 565

## Приложение 4 (продолжение)

Параметры		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
зеленые насаждения общего и ограниченного пользования с включением объектов, допустимых в соответствии с законодательством об охране зеленых насаждений, включая плоскостные спортивные сооружения	153	0	0	0	0	0	0	23	49	80	115
парковочные места	19 905	0	0	0	0	0	4 169	4 503	7 294	3 939	4 254
объекты инженерной и транспортной инфраструктуры, коммунальные объекты, объекты санитарной очистки, с включением складских и производственных комплексов	21 166	0	0	0	0	6 013	6 495	3 507	3 788	1 364	1 473
Улично дорожная сеть	2 375	0	0	0	0	456	492	532	431	465	335
магистральные улицы городского значения	2 298	0	0	0	0	441	476	514	417	450	324
магистральные улицы районного значения	1 299	0	0	0	0	289	289	289	217	217	144
Пересечения городских проездов в разных уровнях	1 013	0	0	0	0	0	133	288	311	280	0
Мосты	5 361	0	0	0	0	0	654	707	1 527	2 473	2 671
Затраты на разработку ППТ и ПМТ	170	85	85	0	0	0	0	0	0	0	0
Затраты на компенсацию рыбохозяйственного ущерба	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Затраты на подключение к инженерным сетям	3 811	0	0	0	0	603	651	703	760	1 094	1 181
Затраты по намыву территории и созданию подземного пространства	67 128	11 737	12 676	20 536	22 178	0	0	0	0	0	0
Затраты по приобретению на торгах права аренды акватории и земельных участков	199	199	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Итого затраты на строительство, млн.руб.	370 861	12 121	12 761	20 536	39 519	44 215	56 591	61 280	65 420	30 606	27 812
Собственные средства	316 814	12 121	12 761	20 536	39 519	35 780	45 201	50 911	52 481	19 691	16 735
Бюджет Санкт-Петербурга	54 047	0	0	0	0	8 435	11 389	10 369	12 939	10 915	11 077



## График продаж/ввода, натуральные показатели.

Объемы продаж	Единица измерения	Итого:	2011-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
			Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Жилая недвижимость	тыс. м2	1 831 817	-	5 905	13 119	21 271	53 987	100 595	155 112	189 015	235 100	245 257	225004	194383	149 541	116 529	84 741	36 963	5 295
Парковочные места	машиноместа	12 883	-	-	-	-	-	-	-	-	514	1 466	1 470	2 168	2 444	2 364	1 470	716	269
Офисно-деловые и административные объекты	тыс. м2	693 649	-	-	208	709	1 416	17 020	33 558	63 318	88 841	106 463	137 407	73 247	74 241	44 646	44 870	6 101	1 605
Гостиницы	тыс. м2	146 500	-	-	-	-	-	-	-	-	5 661	13 110	23 252	29 735	33 075	20 691	16 073	3 880	1 023
Спортивные сооружения	тыс. м2	60 500	-	-	-	6	5 183	6 101	7 582	11 886	9 624	6 271	6 828	3 919	1 516	494	690	393	7
Объекты социального назначения (передача на баланс городу)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ДДУ	мест	1 853	-	-	-	-	-	-	-	22	176	29	-	669	214	119	158	414	52
Медицинские учреждения	мест	2 629	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 995	634	-	-	-	-
ГОУ	мест	6 087	-	-	-	-	-	-	-	40	316	53	-	1 780	588	319	534	2 132	325

## Накладные расходы по 1 этапу проекта

Накладные расходы	Единица измерения	Итого:	2011 Прогноз	2012 Прогноз	2013 Прогноз	2014 Прогноз	2015 Прогноз
Итого	тыс. руб.	401 090	75 476	99 326	95 254	98 718	32 317
Компенсация ущербов окружающей среде (НДС не облагается)	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-
Аренда земельных участков (территория)	тыс. руб.	1 797	1 003	794	-	-	-
Аренда земельных участков (акватория)	тыс. руб.	28 987	26 063	2 924	-	-	-
ФОТ	тыс. руб.	220 510	29 455	58 910	58 749	58 749	14 647
Страховые взносы	тыс. руб.	27 944	3 733	7 465	7 445	7 445	1 856
Страхование ответственности	тыс. руб.	1 205	161	322	321	321	80
Административно-хозяйственные расходы	тыс. руб.	94 531	12 627	25 254	25 185	25 185	6 279
Прочие расходы административного характера	тыс. руб.	6 081	812	1 624	1 620	1 620	404
Амортизация	тыс. руб.	2 006	472	255	356	449	474
Капиталовложения (ремонт и восстановление)	тыс. руб.	1 450	-	481	273	201	495
Процентные выплаты	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-
Налог на имущество	тыс. руб.	6 068	1 137	1 282	1 291	1 257	1 100
Земельный налог	тыс. руб.	10 512	14	14	14	3 490	6 980

## Накладные расходы по 1 и 2 этапам проекта

Накладные расходы	Единица измерения	Итого:	2011 Прогноз	2012 Прогноз	2013 Прогноз	2014 Прогноз	2015 Прогноз	...	2025 Прогноз	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз	2029 Прогноз	2030 Прогноз
Итого	тыс. руб.	65 996 165	100 198	148 769	144 562	148 026	151 679	...	4 741 878	1 949 398	173 202	150 617	9 828	12 832
Компенсация ущербов окружающей среде	тыс. руб.	763 192	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Аренда земельных участков (территория)	тыс. руб.	1 797	1 003	794	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Аренда земельных участков (акватория)	тыс. руб.	28 987	26 063	2 924	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
ФОТ	тыс. руб.	1 570 583	44 965	89 930	89 684	89 684	89 684	...	89 684	89 684	89 684	89 684	-	-
Страховые взносы	тыс. руб.	213 282	6 106	12 212	12 179	12 179	12 179	...	12 179	12 179	12 179	12 179	-	-
Страхование ответственности	тыс. руб.	10 224	293	585	584	584	584	...	584	584	584	584	-	-
Административно-хозяйственные расходы	тыс. руб.	659 339	18 877	37 753	37 650	37 650	37 650	...	37 650	37 650	37 650	37 650	-	-
Прочие расходы административного характера	тыс. руб.	44 323	1 269	2 538	2 531	2 531	2 531	...	2 531	2 531	2 531	2 531	-	-
Амортизация	тыс. руб.	24 481	472	255	356	449	474	...	1 371	1 771	2 074	2 712	3 510	4 632
Капиталовложения (ремонт и восстановление)	тыс. руб.	31 676	-	481	273	201	495	...	1 728	2 246	2 963	3 740	5 034	6 836
Процентные выплаты	тыс. руб.	62 571 346	-	-	-	-	-	...	4 592 575	1 800 371	23 735	-	-	-
Налог на имущество	тыс. руб.	23 373	1 137	1 282	1 291	1 257	1 100	...	1 142	1 164	1 194	1 232	1 284	1 364
Земельный налог	тыс. руб.	53 559	14	14	14	3 490	6 980	...	2 434	1 217	608	304	-	-

Затраты на создание земельного участка и внутренней инженерии									
Код статьи	Содержание статьи	Сроки проведения работ		Затраты по статьям	2011	2012	2013	2014	2015
		начало	конец		ИТОГО:	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
	Расходы итого:			30 022 551	462 887	2 670 510	8 215 803	13 439 611	5 233 741
1	ПРОЕКТИРОВАНИЕ	01.07.2011	30.07.2014	2 973 471	259 496	1 194 036	655 108	685 405	179 426
1,1	Проектно-изыскательские работы (распределяемые на весь проект)	01.07.2011	30.07.2014	2 973 471	259 496	1 194 036	655 108	685 405	179 426
1.1.1	Градостроительная и планировочная документация	01.07.2011	31.12.2012	106 022	26 779	79 243	-	-	-
1.1.2	Кадастровые, топографические работы	24.05.2012	24.05.2013	11 125	-	6 588	4 537	-	-
1.1.3	Экология	01.07.2011	30.07.2014	921 201	2 605	112 404	346 018	364 703	95 472
1.1.4	Технический консалтинг	01.07.2011	30.07.2014	1 069 904	125 572	273 245	288 031	303 584	79 473
1.1.5	Маркетинговый, экономический, финансовый консалтинг	01.08.2011	30.07.2014	59 128	5 881	15 407	16 241	17 118	4 481
1.1.6	Проектно-изыскательские работы (пообъектные)	01.07.2011	31.08.2012	797 083	90 449	706 634	-	-	-
1.1.7	Проведение общественных слушаний	01.08.2011	04.11.2013	719	121	316	282	-	-
1.1.8	Экспертизы проектов	01.10.2011	30.10.2012	8 289	8 090	199	-	-	-
2	СТРОИТЕЛЬСТВО	01.07.2011	30.07.2014	22 402 294	201 767	1 474 923	7 559 034	10 434 910	2 731 659
2,1	Подготовка территории строительства	01.07.2011	30.07.2014	69 833	44 294	10 252	6 561	6 915	1 810
2,2	Создание искусственных территорий	01.11.2011	30.07.2014	9 167 882	108 059	1 357 145	3 950 197	2 973 956	778 525
2,3	Строительство объектов внутренней инженерной инфраструктуры	01.07.2013	30.07.2014	12 743 558	-	-	3 488 932	7 334 575	1 920 051
3	УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ РАСХОДЫ	01.07.2011	30.07.2014	421 022	49 414	107 525	113 344	119 464	31 274
3,1	Расходы на персонал	01.07.2011	30.07.2014	297 771	34 949	76 048	80 163	84 492	22 118
3.1.1	Затраты на оплату труда	01.07.2011	30.07.2014	282 767	33 188	72 216	76 124	80 235	21 004
3.1.1.1	ФОТ	01.07.2011	30.07.2014	250 964	29 455	64 094	67 562	71 211	18 642
3.1.1.2	Страховые взносы	01.07.2011	30.07.2014	31 804	3 733	8 122	8 562	9 024	2 362
3.1.2	Командировочные расходы	01.07.2011	30.07.2014	7 815	917	1 996	2 104	2 217	580

## Приложение 7 (продолжение)

Код статьи	Содержание статьи	Сроки проведения работ		Затраты по статьям	2011	2012	2013	2014	2015
3.1.3	Расходы по подготовке специалистов, участие в семинарах	01.07.2011	30.07.2014	1 127	132	288	303	320	84
3.1.4	ДМС	01.07.2011	30.07.2014	6 062	711	1 548	1 632	1 720	450
3,2	Административно-хозяйственные расходы	01.07.2011	30.07.2014	107 586	12 627	27 477	28 963	30 527	7 992
3,3	Расходы на представительские нужды	01.07.2011	30.07.2014	8 744	1 026	2 233	2 354	2 481	650
3,4	Прочие расходы административного характера	01.08.2011	27.07.2014	6 920	812	1 767	1 863	1 964	514
4	ПРИОБРЕТЕНИЕ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ	01.08.2011	27.07.2014	4 628 200	-	-	-	2 314 099	2 314 100
5,1	Амортизация	01.08.2011	27.07.2014	2 006	472	255	356	449	474
5,2	Налог на имущество	01.08.2011	27.07.2014	6 068	1 137	1 282	1 291	1 257	1 100
5,3	Налог на землю	01.08.2011	27.07.2014	10 512	14	14	14	3 490	6 980



## Приложение 7 (продолжение)

Затраты по 1 и 2 этапам проекта (млн. руб.). Создание земельного участка, внутренней инженерии, комплексное освоение территории																
		Сроки проведения работ		Затраты по статьям	2011	2012	2013	2014	2015	...	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Код статьи	Содержание статьи	начало	конец	ИТОГО:	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
	Расходы итого:			284 232	1 431	5 938	7 794	10 605	12 540	...	18 813	14 378	9 131	1 624	0	0
1	РАСХОДЫ ПО ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ			281 566	1 177	4 726	7 097	10 182	12 532	...	18 808	14 374	9 128	1 620	0	0
1,1	ПРОЕКТИРОВАНИЕ	01.07.2011	30.12.2028	29 455	949	3 301	1 352	2 365	3 107	...	1 201	1 239	1 270	1 305	0	0
1,2	СТРОИТЕЛЬСТВО	01.07.2011	31.12.2028	248 068	152	1 260	5 570	7 632	9 231	...	17 334	12 852	7 568	18	0	0
1.2.1	Подготовка территории строительства	01.07.2011	30.12.2028	287	44	14	11	11	12	...	16	17	17	18	0	0
1.2.2	Создание искусственных территорий	01.11.2011	08.08.2017	9 540	108	1 246	2 731	1 421	1 492	...	0	0	0	0	0	0
1.2.3	Строительство подземных сооружений и стилобатной части	01.07.2013	31.12.2017	16 525	0	0	1 649	3 467	3 640	...	0	0	0	0	0	0
1.2.4	Строительство объектов внутренней инженерной инфраструктуры	01.07.2013	30.12.2024	15 565	0	0	531	1 116	1 172	...	0	0	0	0	0	0
1.2.5	Строительство объектов транспортной инфраструктуры	01.01.2013	31.12.2026	11 945	0	0	648	685	719	...	1 017	1 050	0	0	0	0
1.2.6	Строительство набережных и благоустройство территорий	01.01.2015	31.12.2026	7 592	0	0	0	0	513	...	728	751	0	0	0	0
1.2.7	Строительство объектов жилой и коммерческой недвижимости	01.01.2015	31.12.2028	183 190	0	0	0	913	1 648	...	15 273	10 763	7 320	0	0	0

## Приложение 7 (продолжение)

Код статьи	Содержание статьи	Сроки проведения работ		Затраты по статьям	2011	2012	2013	2014	2015	...	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1.2.8	Объекты социального назначения (передача на баланс городу)	01.01.2015	31.12.2028	3 425	0	0	0	19	35	...	299	271	231	0	0	0
1,3	УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ РАСХОДЫ	01.07.2011	30.12.2028	3 984	75	163	172	182	191	...	270	278	285	293	0	0
1.3.1	Расходы на персонал	01.07.2011	30.12.2028	2 821	53	116	122	129	135	...	191	197	202	208	0	0
1.3.1.1	Затраты на оплату труда	01.07.2011	30.12.2028	2 709	51	111	117	123	130	...	183	189	194	199	0	0
1.3.1.1.1	ФОТ	01.07.2011	30.12.2028	2 385	45	98	103	109	114	...	161	167	171	175	0	0
1.3.1.1.2	Страховые взносы	01.07.2011	30.12.2028	324	6	13	14	15	16	...	22	23	23	24	0	0
1.3.1.2	Командировочные расходы	01.07.2011	30.12.2028	45	1	2	2	2	2	...	3	3	3	3	0	0
1.3.1.3	Расходы по подготовке специалистов, участие в семинарах	01.07.2011	30.12.2028	11	0	0	0	0	1	...	1	1	1	1	0	0
1.3.1.4	ДМС	01.07.2011	30.12.2028	57	1	2	2	3	3	...	4	4	4	4	0	0
1.3.2	Административно-хозяйственные расходы	01.07.2011	30.12.2028	1 001	19	41	43	46	48	...	68	70	72	74	0	0
1.3.3	Расходы на представительские нужды	01.07.2011	30.12.2028	94	2	4	4	4	4	...	6	7	7	7	0	0
1.3.4	Прочие расходы административного характера	01.07.2011	30.12.2028	67	1	3	3	3	3	...	5	5	5	5	0	0
1,4	РАСХОДЫ НА PR	01.07.2011	30.12.2028	59	1	2	3	3	3	...	4	4	4	4	0	0
2	ПРИОБРЕТЕНИЕ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ	01.08.2011	27.07.2014	2 576	252	1 211	696	418	0	...	0	0	0	0	0	0
3,1	Амортизация	01.07.2011	30.12.2028	16	0	0	0	0	0	...	1	2	2	3	0	0
3,2	Налог на имущество	01.07.2011	30.12.2028	54	0	0	0	3	7	...	2	1	1	0	0	0
3,3	Налог на землю	01.07.2011	30.12.2028	21	1	1	1	1	1	...	1	1	1	1	0	0

Экономические показатели Компании														
	Единица		2011	2012	2013	2014	2015	...	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Экономические показатели Компании		Итого:												
	измерения		Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Выручка от продажи товаров и услуг	тыс. руб.	497 396 151	-	-	-	-	771 845	...	58 987 466	53 148 619	38 829 227	31 567 687	10 642 055	1 988 223
Себестоимость проданных товаров и услуг	тыс. руб.	-281 632 583	-1 177 351	-4 726 147	-7 096 886	-10 186 837	-12 541 038	...	-18 808 271	-14 373 503	-9 127 614	-1 620 044	-	-
Валовая прибыль	тыс. руб.	215 763 568	-1 177 351	-4 726 147	-7 096 886	-10 186 837	-11 769 193	...	40 179 194	38 775 116	29 701 613	29 947 643	10 642 055	1 988 223
Коммерческие расходы	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Управленческие расходы	тыс. руб.	-32 774	-842	-1 684	-1 680	-1 680	-1 680	...	-1 680	-1 680	-1 680	-1 680	-1 680	-1 680
Прочие доходы	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Прочие расходы	тыс. руб.	-76 933	-1 151	-1 296	-1 304	-4 747	-8 081	...	-3 576	-2 381	-1 802	-1 537	-1 284	-1 364
ЕВИТ	тыс. руб.	90 543 943	-1 178 503	-4 727 443	-7 098 190	-10 191 584	-11 777 273	...	30 990 470	35 171 992	29 652 342	29 946 106	10 640 770	1 986 858
ЕВИТДА	тыс. руб.	27 888 369	-1 183 466	-4 732 624	-7 103 270	-10 196 570	-11 782 235	...	26 393 831	33 367 956	29 625 245	29 943 383	10 638 845	1 986 055
Амортизация	тыс. руб.	24 481	472	255	356	449	474	...	1 371	1 771	2 074	2 712	3 510	4 632
Процентные поступления	тыс. руб.	108 709	5 435	5 435	5 435	5 435	5 435	...	5 435	5 435	5 435	5 435	5 435	5 435
Процентные платежи	тыс. руб.	-62 571 346	-	-	-	-	-	...	-4 592 575	-1 800 371	-23 735	-	-	-
Прибыль (убыток) до налогообложения	тыс. руб.	153 223 998	-1 173 067	-4 722 008	-7 092 755	-10 186 149	-11 771 838	...	35 588 480	36 977 799	29 681 512	29 951 542	10 646 206	1 992 294
Текущий налог на прибыль	тыс. руб.	-30 644 800	-	-	-	-	-	...	-7 117 696	-7 395 560	-5 936 302	-5 990 308	-2 129 241	-398 459
Отложенный налог на прибыль	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль (убыток) отчетного периода	тыс. руб.	122 579 199	-1 173 067	-4 722 008	-7 092 755	-10 186 149	-11 771 838	...	28 470 784	29 582 239	23 745 209	23 961 233	8 516 965	1 593 835
NOPLAT	тыс. руб.		-942 802	-3 781 955	-5 678 552	-8 153 267	-9 421 819	...	24 792 376	28 137 594	23 721 873	23 956 885	8 512 616	1 589 487
рентабельность	%						-1200%	...	42%	53%	61%	76%	80%	80%
NOPAT	тыс. руб.		-1 167 632	-4 716 572	-7 087 320	-10 180 713	-11 766 403	...	33 068 794	31 388 046	23 774 380	23 966 669	8 522 400	1 599 270
рентабельность	%						-1500%	...	56%	59%	61%	76%	80%	80%

## Приложение 8 (продолжение)

ОIBDA	тыс. руб.		-1 178 974	-4 727 698	-7 098 547	-10 192 034	-11 777 748	...	30 989 098	35 170 221	29 650 268	29 943 394	10 637 261	1 982 226
рентабельность	%							-1500%	53%	66%	76%	95%	100%	100%
ЕВITDA	тыс. руб.		-1 183 466	-4 732 624	-7 103 270	-10 196 570	-11 782 235	...	26 393 831	33 367 956	29 625 245	29 943 383	10 638 845	1 986 055
рентабельность	%							-1500%	45%	63%	76%	95%	100%	100%
Капитальные вложения	тыс. руб.	-2 783 195	-14 977	-567	-322	-2 731 077	-585	...	-2 039	-2 651	-3 496	-4 413	-5 940	-8 066
Привлечение/погашение долга (сальдо)	тыс. руб.	-4 974 867	1 185 288	4 722 234	7 092 672	12 500 172	11 771 859	...	-43 822 548	-593 368	-	-	-	-
Денежный поток на собственный капитал (FCFE)	тыс. руб.	114 796 655	-3 228	-596	-762	-417 504	-1 038	...	-15 355 174	28 984 450	23 739 639	23 954 108	8 507 515	1 581 136
Денежный поток на инвестированный капитал (FCFF)	тыс. руб.	119 771 522	-1 188 515	-4 722 830	-7 093 433	-12 917 675	-11 772 897	...	28 467 373	29 577 817	23 739 639	23 954 108	8 507 515	1 581 136



## Приложение 8 (продолжение)

Денежные потоки Компании														
	Единица		2011	2012	2013	2014	2015	...	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Денежные потоки Компании		Итого:												
	измерения		Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
<b>Операционная деятельность</b>														
Доходы от основной деятельности, без НДС	тыс. руб.	497 396 151	-	-	-	-	771 845	...	58 987 466	53 148 619	38 829 227	31 567 687	10 642 055	1 988 223
Расходы от основной деятельности, без НДС	тыс. руб.	-281 632 583	-1 177 351	-4 726 147	-7 096 886	-10 186 837	-12 541 038	...	-18 808 271	-14 373 503	-9 127 614	-1 620 044	-	-
Корректировки на амортизацию	тыс. руб.	24 481	472	255	356	449	474	...	1 371	1 771	2 074	2 712	3 510	4 632
Прочие доходы, без НДС	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Прочие расходы, без НДС	тыс. руб.	-76 933	-1 151	-1 296	-1 304	-4 747	-8 081	...	-3 576	-2 381	-1 802	-1 537	-1 284	-1 364
Выплаченные проценты	тыс. руб.	-62 571 346	-	-	-	-	-	...	-4 592 575	-1 800 371	-23 735	-	-	-
Выплаченный налог на прибыль	тыс. руб.	-30 644 800	-	-	-	-	-	...	-7 117 696	-7 395 560	-5 936 302	-5 990 308	-2 129 241	-398 459
Изменение оборотного капитала	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от операционной деятельности	тыс. руб.	122 494 971	-1 178 031	-4 727 188	-7 097 834	-10 191 135	-11 776 799	...	28 466 720	29 578 575	23 741 848	23 958 510	8 515 039	1 593 032
<b>Инвестиционная деятельность</b>														
Капитальные вложения, с НДС	тыс. руб.	-2 783 195	-14 977	-567	-322	-2 731 077	-585	...	-2 039	-2 651	-3 496	-4 413	-5 940	-8 066
Возмещение НДС	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Лизинговые платежи, без НДС	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Финансовый вложения	тыс. руб.	424 555	2 285	87	49	416 605	89	...	311	404	533	673	906	1 230
Проценты полученные	тыс. руб.	108 709	5 435	5 435	5 435	5 435	5 435	...	5 435	5 435	5 435	5 435	5 435	5 435
Дивиденды полученные	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-

## Приложение 8 (продолжение)

	Единица		2011	2012	2013	2014	2015	...	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Денежные потоки Компании		Итого:												
	измерения		Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Денежные потоки от инвестиционной деятельности	тыс. руб.	-2 249 931	-7 257	4 955	5 162	-2 309 037	4 940	...	3 708	3 189	2 472	1 696	401	-1 400
Финансовая деятельность								...						
Поступления акционерного капитала	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Поступления кредитов	тыс. руб.	137 266 418	1 185 288	4 722 234	7 092 672	12 500 172	11 771 859	...	-	-	-	-	-	-
Возврат кредитов	тыс. руб.	-142 241 286	-	-	-	-	-	...	-43 822 548	-593 368	-	-	-	-
Выплата дивидендов	тыс. руб.	-	-	-	-	-	-	...	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от финансовой деятельности	тыс. руб.	-4 974 867	1 185 288	4 722 234	7 092 672	12 500 172	11 771 859	...	-43 822 548	-593 368	-	-	-	-
Денежные средства на начало периода	тыс. руб.		298	298	298	298	298	...	43 822 598	28 470 477	57 458 873	81 203 193	105 163 399	113 678 840
Суммарный денежный поток за период	тыс. руб.		-	-	-	-	-	...	-15 352 120	28 988 396	23 744 320	23 960 206	8 515 441	1 591 631
Денежные средства на конец периода	тыс. руб.		298	298	298	298	298	...	28 470 477	57 458 873	81 203 193	105 163 399	113 678 840	115 270 471

## Приложение 8 (продолжение)

<b>Налоги</b>														
	Единица		2011	2012	2013	2014	2015	...	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Наименование налога		Итого:												
	измерения		Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Налог на прибыль	тыс. руб.	30 644 800	-	-	-	-	-		7 117 696	7 395 560	5 936 302	5 990 308	2 129 241	398 459
Налог на имущество	тыс. руб.	23 373	1 137	1 282	1 291	1 257	1 100	...	1 142	1 164	1 194	1 232	1 284	1 364
Земельный налог	тыс. руб.	53 559	14	14	14	3 490	6 980	...	2 434	1 217	608	304	-	-
Увеличение количества рабочих мест	раб. Мест.	24 014	-	-	-	-	-	...	-	6 439	-	8 222	196	8 377