

## ВОПРОСЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РИСКА УЧАСТНИКОВ КОНЦЕССИИ

Регулирование финансовых рисков участников концессионного соглашения в условиях формирования новых форматов партнерских отношений между государством и бизнесом является актуальным вопросом, так как от этого зависит состояние капитальных вложений в российскую экономику на основе инвестиционного партнерства. Рост стоимости реализуемых проектов государственно-частного партнерства концессионного типа в РФ и значительное снижение доходности вложений свидетельствуют о наличии проблемы управления финансовыми рисками, определенную часть которых возможно минимизировать. Для этого используются институты предварительного отбора участников, банковского кредита, страхования рисков частных инвесторов. Результаты исследования свидетельствуют, что финансовый риск участников в основном спровоцирован диспропорциями в развитии секторов экономики, низкой прибыльностью отечественного бизнеса, отсутствием развитого института инвестиционного кредита, организацией процедур отбора участников. Сделан вывод о необходимости внедрения практики применения подходов диагностики перспективной финансовой устойчивости в отношении как публичного, так и частного участника, а также механизмов распределения исполнения полномочий кредитора по этапам в рамках синдицированного кредитования, усиления прямого и косвенного государственного участия в проекте при росте финансовых рисков.

**Ключевые слова:** концедент; концессионер; гарант; инвестор; концессия; модель концессии; концессионные соглашения; финансовый риск; коэффициент корреляции; методика Д. Дюрана; класс платежеспособности; синдицированный кредит; займы; андеррайтинг.

Kim Yen Sun

*PhD in Economics, Associate Professor,  
Yuzhno-Sakhalinsk Institute (branch)  
of Russian State University of Trade and Economic*

## ISSUES OF REGULATING CONCESSION MEMBERS' FINANCIAL RISK

Regulation of concession members' financial risks in the context of building up new partner relations between the government and businesses is a standing problem, since it affects partnership-based capital investments in Russian economy. Growth of the cost of projects carried out by concessionary public-private partnerships in the RF and considerable decrease of return on investments indicate a problem of financial risk management. Some risks can be minimized by establishing institutes for preliminary selection of participants, choosing the most proper credit, and insurance of private partners' risks. The results of this study show that participants' financial risk is caused mainly by disproportional development of economic sectors, low profitability of national business, lack of well-developed institute of investment crediting, and poorly organized selection of participants. The author proves the necessity of introducing diagnostics of prospective business solvency of both public and private participants, and working out mechanisms of distribution of the creditor's authorities by stages in the frames of syndicated lending and in the context of strengthening direct and indirect public involvement in a project depending on financial risk growth.

**Keywords:** concession grantor; concession participant; warrantor; investor; concession; concession model; concession agreements; financial risk; correlation coefficient; the D. Dyuran's analytical model; solvency class; syndicated credit; loans; underwriting.

Российский вариант концессии является воплощением японской модели инвестиционной политики государства, строящейся на активном партнерстве государства и частных инвесторов в лице банков. Банки, абсолютно подконтрольные государству, обеспечивают мобилизацию ресурсов населения, которые затем передают на льготных условиях корпорациям в обмен на сотрудничество и неукоснительное соблюдение требований государства по проекту [2].

В соответствии с Законом РФ «О концессионных соглашениях» от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ концессионер в соответствии с требованиями соглашения обязуется за свой счет создать и (или) реконструировать определенное этим соглашением имущество, право собственности на которое принадлежит или будет принадлежать концеденту, осуществлять эксплуатацию объекта соглашения в обмен на обязательство концедента предоставить концессионеру на срок, установленный этим соглашением, права владения и пользования объектом концессионного соглашения для осуществления оговоренной соглашением деятельности.

Концессионер также может брать на себя обязательства по замене морально устаревшего и физически изношенного оборудования новым более производительным оборудованием, иному улучшению характеристик и эксплуатационных свойств такого имущества за счет своих ресурсов и государственных субсидий.

Исходя из изложенных условий наиболее вероятностными моделями концессионных соглашений в России являются модели BOT (Build, Operate and Transfer) и BTO (Build, Transfer and Operate). По BOT концессионер осуществляет строительство и эксплуатацию объекта инфраструктуры на правах пользователя в течение срока концессии, по завершении которого объект возвращается государству. По BTO концессионер строит объект инфраструктуры и передает его в государственную собственность сразу после завершения стадии строительства. После приема государством объект передается в оперативное управление концессионной компании, которая не имеет права владения данным объектом [1, с. 115–124].

Российские модели концессии заставляют пересмотреть традиционные подходы управления инвестиционными (финансовыми) рисками. Во-первых, такие форматы соглашений позволяют собственнику объекта с минимальными издержками для себя сменить концессионера в случае подтверждения его неплатежеспособности банком, финансирующим проект. Во-вторых, абсолютное право владения дает концеденту возможность определять существенные финансовые условия эксплуатации и оперативного управления с учетом факторов спроса и стратегической значимости объекта концессионного соглашения.

В мировой практике концессии были популярны в регионах с высоким спросом на услуги или продукцию, т. е. в системе крупных городов и густонаселенных пунктов. Но для российского Правительства ключевыми стратегически важными проектами считаются концессии объектов транспортной инфраструктуры, обеспечивающих интеграцию удаленных, но богатых природными ресурсами регионов и, соответственно, несущих более высокий коммерческий риск. Основным потребителем продукции, услуг таких объектов на начальных этапах развития территориальной интеграции является само государство в лице бюджетных организаций, компаний с государственным участием. В отношении автомобильных дорог или участков автомобильных дорог, защитных дорожных сооружений, искусственных дорожных сооружений, производственных объектов, используемых при капитальном ремонте, ремонте и содержании автомобильных дорог, а также элементов обустройства автомобильных дорог, объектов, предназначенных для взимания платы, объектов дорожного

сервиса законодательством оговаривается возможность принятия решения об установлении платы концедента, что, несомненно, является мотивом для участия предпринимательства в концессиях. Также концедент может принимать на себя часть расходов на создание и реконструкцию объекта концессионного соглашения, использование (эксплуатацию) объекта концессионного соглашения и предоставлять концессионеру государственные или муниципальные гарантии в соответствии с бюджетным законодательством РФ. Очевидно, что трансформация прав государства в обязательства концедента по соглашению реальна только при наличии соответствующих финансовых ресурсов. Таким образом, от платежеспособности государства во многом зависит коммерческий успех, качество и полнота финансирования российских проектов в транспортной инфраструктуре.

Эксперты Мирового банка и МВФ полагают, абсолютная платежеспособность государства обеспечивается, когда объем собираемых налогов превышает 20 % ВВП (табл. 1). Проведем оценку платежеспособности РФ по данным исполнения консолидированного бюджета и национальных счетов за 2007–2012 гг.

Таблица 1

**Доля налоговых доходов в ВВП Российской Федерации  
в 2007–2012 гг., млрд р.**

Показатель	2007	2008	2009	2012	2011	2012
ВВП	33 247,5	41 276,8	38 807,2	46 308,5	55 799,6	62 599,1
Налоговые доходы консолидированного бюджета РФ	9 783,7	9 083,1	9 444,5	11 289	11 164,9	16 520,8
Доля налоговых доходов в ВВП, %	29	22	24	24	20	26

Составлено по данным Федеральной службы государственной статистики. URL : [www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru).

Доля налоговых доходов в ВВП указывает на абсолютную платежеспособность РФ. Определим факторы, обеспечивающие финансовую устойчивость страны. Волатильность показателя доли налоговых доходов указывает на наличие других, кроме ВВП, факторов, существенно влияющих на их размер и динамику.

Если проанализировать характеры трендов ВВП и налоговых доходов, то тренд ВВП более интенсивен, чем тренд налоговых доходов, что подчеркивает стабильность налоговой политики государства (рис. 1).

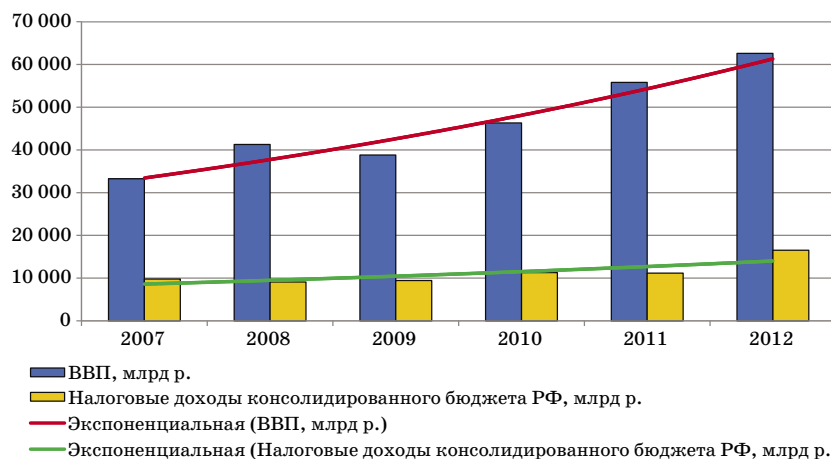


Рис. 1. Тренды ВВП и налоговых доходов РФ за 2007–2012 гг., млрд р.  
(Источник: URL : [www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat.ru](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat.ru))

Исходя из сырьевой направленности экономики РФ проведем исследование зависимости состояния ВВП от объемов продаж и цен на нефть. В 2007–2012 гг. объемы добычи нефти росли за исключением небольшого спада в конце 2008 и 2009 гг. Несколько иная картина наблюдается в поведении среднегодовой цены на нефть Urals, которым стандартно торгует РФ (табл. 2).

Таблица 2

**Динамика объемов добычи нефти и цен на нефть марки Urals  
в 2007–2012 гг.**

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Среднегодовая цена нефти марки Urals, дол./за баррель	69,5	94,4	60,69	78,21	109,35	110,7
Объемы добычи нефти, млн т	492	488,1	494,2	505	511,4	518,018

Составлено по данным Федеральной службы государственной статистики. URL : [www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat.ru](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat.ru) и журнала «Нефтегазовая вертикаль» URL : [www.ngv.ru](http://www.ngv.ru); [www.omt-consult.ru/services/statystics](http://www.omt-consult.ru/services/statystics).

Объемы добычи нефти имеют устойчивую тенденцию роста вне зависимости от стоимости нефти за исключением кризисного 2008 г. Такое характерно для нефтедобывающих экономик, не оказывающих существенного влияния на конъюнктуру рынка.

Определим качество зависимости ВВП от объемов добычи нефти и цены на нефть, налоговых доходов от ВВП через расчет коэффициентов корреляции (табл. 3).

Таблица 3

**Коэффициенты корреляции по показателям объемов добычи нефти,  
ценам на нефть марки Urals, налоговым доходам и ВВП за 2007–2012 гг.**

Коэффициент корреляции	Значение
ВВП от цены нефти	0,855
ВВП от объема добычи нефти	0,930
Налоговых доходов от ВВП	0,848
Налоговых доходов от объема добычи нефти	0,871
Налоговых доходов от цены нефти	0,624

Составлено по данным Федеральной службы государственной статистики. URL : [www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat.ru](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat.ru) и журнала «Нефтегазовая вертикаль» URL : [www.ngv.ru](http://www.ngv.ru); [www.omt-consult.ru/services/statystics](http://www.omt-consult.ru/services/statystics).

Значения корреляции показали более значительную зависимость ВВП и налоговых доходов от объема добычи нефти, чем от цен на нефть. Поэтому платежеспособность государства объясняется в большей мере масштабами производства ключевых отраслей народного хозяйства, чем мировыми ценами наиболее конъюнктурной национальной продукции. Наращивание производственного потенциала за счет дополнительных финансовых инъекций в основные фонды и технологии поможет сохранить необходимый уровень устойчивости национальной экономики. Но как показал анализ инвестиций в машины, оборудование, транспортные средства возможность потери платежеспособности государства на перспективу имеет объективные предпосылки из-за отсутствия положительного тренда вложений (рис. 2).

Диагностика риска платежеспособности концессионера важна как при получении средств Инвестиционного фонда, так и при банковском кредитовании или заимствованиях. При предоставлении финансирования за счет Инвестиционного фонда государству как заказчику необходима уверенность в экономически эффективном освоении ресурсов и своевременном завершении строительства. При предварительном отборе участников конкурса коммерческие

организации, желающие участвовать в реализации проектов, имеющих общегосударственное, региональное, межрегиональное значение, с использованием бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда РФ, проходят диагностику в соответствии с Методикой расчета показателей относительной и абсолютной финансовой устойчивости, основанную на расчете показателей чистых активов, EBITDA, финансовой устойчивости, рентабельности, ликвидности по данным бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах неагрегированного формата (отчета о прибылях и убытках) за финансовый год, предшествующий году подачи заявки и аналогичный период предыдущего года. Если деятельность частного инвестора к моменту подачи заявки не превышает двух лет, то оценка финансового состояния проводится в отношении учредителя инвестора с долей участия не менее 20 %. Такая система диагностики направлена на выявление возможностей покрытия финансового риска за счет ресурсов материнской компании на этапе вхождения компании на рынок.

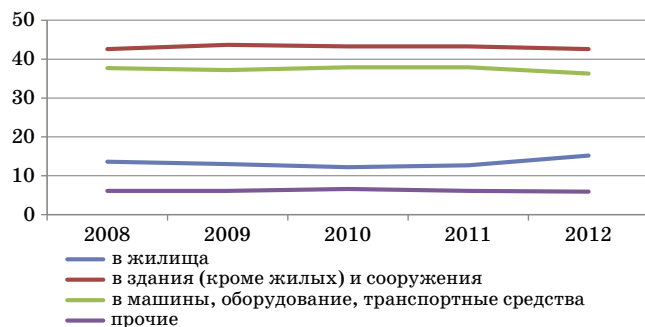


Рис. 2. Инвестиции в основной капитал в РФ по видам вложений в 2008–2012 гг., % к итогу

(Источник: URL : [www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru))

Из-за отставания развития производственного потенциала страны и проблем пополнения Инвестиционного фонда, а также длительной процедуры согласования проекта и соглашений о предоставлении финансирования вариант получения банковской кредитной поддержки концессионного проекта или выпуска облигационных займов под гарантию государства считается более приемлемым решением проблемы финансирования. Но государство накладывает ограничения на ресурсы гарантий, изначально вводя в базовые условия требование софинансирования проекта за счет ресурсов концессионера не менее чем в 25 %, демонстрируя свою заинтересованность в распределении бремени финансирования. При этом сама процедура отбора получателей гарантий сводит на нет эффект снижения риска за счет распределения. В соответствии с п. 11 Постановления Правительства РФ «О порядке предоставления в 2012–2013 годах государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым юридическими лицами, отобранными в порядке, установленном Правительством Российской Федерации, на осуществление инвестиционных проектов» от 4 марта 2010 г. № 1017 следует: «При предоставлении гарантии анализ финансового состояния принципала (концессионера) Министерством финансов Российской Федерации не осуществляется». В соответствии с п. 12 прописано, что Минфин имеет право требования от принципала возмещения суммы, уплаченной кредитор (бенефициару) по гарантии. При этом принципал не обязан предоставлять гаранту обеспечение исполнения обязательств по регрессу требований гаранта. В итоге возникает риск невозможности исполнения обязательств по



регрессу требований принципалом, что усугубляет финансовый риск публичного участника концессии. Сложно увязать эти моменты с принципом экономической эффективности бюджетных расходов. По сути, такой подход близок к венчурному финансированию: рационализм в выборе объекта финансирования сочетается с высоким риском государственных инвестиций.

Облигационные займы более предпочтительны с точки зрения оптимизации финансового риска, так как эмитент-концессионер изначально сам определяет их доходность, сроки, условия досрочного погашения. При доходности долгосрочных государственных облигаций в 3–5 % годовых облигационные займы имеют значительный конъюнктурный ресурс. Но, если эмитент малоизвестен на финансовом рынке, то размещение облигационных траншей возможно только на условиях андеррайтинга «твердого обязательства», что серьезно повышает стоимость заимствований и финансовые риски эмитента.

Если концессионер выбирает путь прямого наличного кредитования, то при ставке рефинансирования Банка России в 8,25 % годовых и средне-взвешенной ставке по банковским кредитам в 15–16 % годовых в условиях отсутствия льготного периода на период строительства большинство инвестиционных проектов становится экономически невыгодным, так как почти через 7 лет сумма процентов по кредиту будет сопоставима с суммой кредита. Такие процентные расходы требуют наличия у заемщика значительных денежных сумм. Например, в случае предоставления кредита на реализацию инвестиционного проекта «Строительство нового выхода на Московскую кольцевую автомобильную дорогу с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» (Москва — Минск)» стоимостью 25,56 млрд р. при процентной ставке 15 % годовых ежемесячные процентные платежи по кредиту составляли бы 319 млн р.<sup>1</sup> В соответствии с Правилами предоставления государственных гарантий РФ кредиты на реализацию инвестиционных проектов являются целевыми. Использование средств очередного транша инвестиционного кредита на рефинансирование этого же долга рассматривается как нецелевое использование средств. Способны ли современные российские компании обеспечить в таких условиях исполнение своих текущих обязательств за счет собственных ресурсов?

Проведем интегральную оценку финансовой устойчивости предприятий в долгосрочной перспективе по методике Д. Дюрана на основе данных Росстата (табл. 4). Методика позволяет определить статус платежеспособности предприятия по следующим классам:

I — предприятия с хорошим запасом финансовой устойчивости, позволяющим быть уверенным в возврате заемных средств;

II — предприятия, демонстрирующие некоторую степень риска по задолженности, но еще не рассматриваются как рискованные;

III — проблемные предприятия;

IV — предприятия с высоким риском банкротства даже после принятия мер по финансовому оздоровлению;

V — предприятия высочайшего риска, практически несостоятельные.

Значения интегрального показателя платежеспособности указывают на финансовую несостоятельность российских компаний в решении вопроса своевременного расчета по своим текущим обязательствам, не говоря о более

<sup>1</sup> Мониторинг предоставления в 2011 году государственных гарантий Российской Федерации в целях реализации инвестиционных проектов юридическим лицам, отобранным в порядке, установленном Правительством РФ : отчет Счетной палаты РФ о результатах экспертно-аналитического мероприятия.

длительных перспективах. Основным фактором, существенно повлиявшим на снижение перспективной финансовой устойчивости, является снижение прибыльности российских компаний.

Таблица 4

**Оценка перспективной финансовой устойчивости российских предприятий  
(без субъектов малого предпринимательства)  
за 2007–2011 гг. по методике Д. Дюрана**

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011
Рентабельность активов	0,104	0,054	0,055	0,067	0,065
Рентабельность активов, баллы	20,6	5,6	5,75	7,55	7,25
Коэффициент текущей ликвидности	1,307	1,292	1,294	1,343	1,362
Коэффициент текущей ликвидности, баллы	7,42	6,96	7,02	8,54	9,13
Коэффициент автономии	0,56	0,51	0,52	0,52	0,51
Коэффициент автономии, баллы	14,36	12,2	12,64	29,6	10,32
Сумма баллов	42,38	24,76	25,41	45,69	26,7
Класс платежеспособности	III	IV	IV	III	IV

Составлено по данным Федеральной службы государственной статистики. URL : [www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru).

Таким образом, российская модель концессии учитывает реальное наличие государственных ресурсов для реализации стратегически необходимых проектов строительства транспортной инфраструктуры и кризисное финансовое состояние большинства российских компаний, вызванное снижением прибыли. По нашему мнению, государство намеренно создает представление доступности участия частных субъектов в проектах государственно-частного партнерства без диагностики их финансовой состоятельности, указывая либо на возможность принятия на себя значительных финансовых рисков, либо перекладывая эти риски на банки при выдаче гарантий, с целью стимулирования частных инвестиций в реальный сектор экономики, так как все проекты реализуются на условиях софинансирования. Ограничивая размеры гарантий, суммы финансовой поддержки за счет Инвестиционного фонда, государство подталкивает частных участников к вовлечению в инвестиционный процесс внесистемных (в том числе иностранных) инвестиций через механизмы размещения облигационных займов и привлечения синдикатных кредитов. Кроме этого, синдикатные кредиты имеют ресурс оптимизации стоимости привлеченных средств. В частности, синдикат банков, в который входит Евразийский банк развития, ВТБ Капитал, Газпромбанк, Внешэкономбанк и Европейский банк реконструкции и развития, отвечающий за финансирование строительства центрального участка автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр» в Санкт-Петербурге в рамках проекта создания и эксплуатации на основе государственно-частного партнерства<sup>1</sup> позволит снизить процентные издержки проекта путем сочетания полярных ставок иностранных (для сравнения: ставка Европейского банка реконструкции и развития — 4–5 % годовых, а учетная ставка Банка России — 8,25 % годовых) и российских банков по долям и этапам финансирования проекта. Это позволит значительно снизить финансовые риски латентной неплатежеспособности концессионера и риски самих инвесторов-кредиторов. Своевременность и полнота финансирования проектов будет способствовать решению задачи увеличения вложений в основной капитал и создания условий сохранения перспективной платежеспособности самого государства.

<sup>1</sup> URL : <http://www.metalinfo.ru/ru/news/63411>.

## Список использованной литературы

1. Ефимова Е. Г. Концессии в транспортной инфраструктуре: зарубежный опыт и российская практика / Е. Г. Ефимова // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета. Сер. 5. — 2007. — Вып. 2. — С. 115–124.
2. Литвиненко В. А. Направления и механизмы государственной инвестиционной политики стабилизации и экономического роста / В. А. Литвиненко // Аудит и финансовый анализ : электрон. журн. — 2009. — № 2. — URL : <http://www.auditfin.com/fin/2009/2/Litvinenko/Litvinenko%20.pdf>.

## References

1. Efimova E. G. Concession in transport infrastructure: foreign and Russian practices. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya 5 – Bulletin of Saint Petersburg State University. Issue 5*, 2007, no. 2, pp. 115–124 (in Russian).
2. Litvinenko V. A. Directions and mechanisms of the state investment policy of stabilization and economic growth. *Audit i finansovyy analiz – Audit and Financial Analysis*, 2009, no. 2. Available at: <http://www.auditfin.com/fin/2009/2/Litvinenko/Litvinenko%20.pdf> (in Russian).

## Информация об авторе

Ким Ен Сун — кандидат экономических наук, доцент, кафедра бухгалтерского учета, анализа, аудита, Южно-Сахалинский институт (филиал) Российского государственного торгово-экономического университета, 693000, г. Южно-Сахалинск, Проспект Победы, 68, e-mail: [kim.sofja2011@yandex.ru](mailto:kim.sofja2011@yandex.ru).

## Author

Kim Yen Sun — PhD in Economics, Associate Professor, Dept-t of Accounting, Analysis and Audit, Yuzhno-Sakhalinsk Institute (branch) of Russian State University of Trade and Economics, 68 Pobeda avenue, 693000, Yuzhno-Sakhalinsk, Russia, e-mail: [kim.sofja2011@yandex.ru](mailto:kim.sofja2011@yandex.ru).