



На вопросы главного редактора журнала «ЗАКОН» Яна Пискунова отвечает партнер юридической фирмы *LECAP* Юрий Евгеньевич ТУКТАРОВ

## ОБНОВЛЕННЫЙ ГРАЖДАНСКИЙ КОДЕКС ПОВЫШАЕТ КОНКУРЕНТО- СПОСОБНОСТЬ И ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ РОССИЙСКОГО ПРАВА

Родился 27 января 1976 г. во Владивостоке. В 1998 г. окончил факультет правоведения Дальневосточного государственного университета. В 2001 г. — Российскую школу частного права. С 2000 по 2002 г. — эксперт в Восточно-Европейском центре правовых исследований. С 2002 г. по 2012 г. — старший юрист и партнер юридической фирмы «Линия права». С 2012 г. по наст. вр. — партнер юридической фирмы *LECAP*. С 2003 г. по 2006 г. — специалист-эксперт в Исследовательском центре частного права при Президенте РФ им. С.С. Алексеева по вопросам корпоративного, договорного, вещного права, а также права недропользования и законодательства о рынке ценных бумаг. В 2004 г. проводил исследование в Международном институте унификации частного права (Рим) по темам: передача права собственности на движимые вещи, возврат полученного по недействительным сделкам, а также опосредованное держание ценных бумаг. Автор многочисленных работ по контрактному праву, правовому регулированию рынка ценных бумаг, государственно-частному партнерству. Магистр частного права.

— Юрий Евгеньевич, в России готовится очередной пакет поправок в Гражданский кодекс, посвященный финансовым сделкам. В СМИ в основном обсуждаются проблемы, связанные с учетом прав потребителя. Но есть и другая сторона вопроса, связанная с инвестиционной деятельностью, в том числе и на рынке государственно-частного партнерства (ГЧП). Каким образом принятие этого пакета может оказать влияние на него?

— Данный проект действительно преимущественно посвящен займу, кредиту, вкладам, счетам, положениям о расчетах и др. При этом законодатель проводит условную черту между юридическими и физическими лицами в области финансовых сделок, тем самым разграничивая подходы к регулированию их прав и делая упор на усиление защиты прав граждан.



Возьмем, например, поправки по ограничениям ростовщических сделок. Планируется установить ограничение на размер стоимости кредитов и займов, предоставляемых гражданам-заемщикам. Такое законодательное ограничение ростовщических процентов существует во многих правовых порядках, например во Франции, некоторых штатах США, в частности штатах Нью-Йорк и Вашингтон. Эти поправки могут повлиять на подходы рейтинговых агентств к оценке сделок по секьюритизации потребительских кредитов, так как они учитывают вопрос о наличии или отсутствии ростовщических сделок среди сделок, передаваемых в ипотечное покрытие, при присвоении рейтинга сделкам *RMBS*, если соответствующие ограничения установлены законодательно.

Также ограничение ростовщических сделок может повлиять на методологию и оценку российских сделок ипотечной секьюритизации. Рейтинговые агентства будут смотреть, каким образом определяется ростовщический процент, и оценочные определения в законодательстве могут получить невысокую оценку с точки зрения риска оспаривания кредитных договоров в составе ипотечного кредитования. Для рейтинговых агентств важно последствие признания процентов в качестве ростовщических: является ли такая сделка недействительной или дает право гражданину оспорить только размер процента, а не всю сделку? И тут важно уделить особое внимание формулировкам и определениям, которые предлагаются к законодательному закреплению.

Однако данный пакет поправок не окажет существенного влияния на рынок ГЧП. Предлагаемые нововведения должны упростить жизнь бизнесу в части платежей и других моментов и тем самым повысить привлекательность российского права — и это хорошо в целом, а значит, хорошо и для инвестиционного рынка в частности. Но какой-либо особой специфики или переломных для рынка ГЧП решений, о которых можно было бы говорить, нет.

Тем не менее нужно отметить, что в мире идет большая работа в области развития законодательства в сфере ГЧП. Весомый вклад вносят международные организации, среди которых следует выделить Всемирный банк, подготовивший в 2016 г. очень полез-

ный Доклад о рекомендациях касательно условий договоров ГЧП<sup>1</sup>.

В рамках УНИДРУА ведется работа над долгосрочными договорами<sup>2</sup>, которая, полагаю, должна быть отражена в ближайших реформах российского гражданского законодательства. Надеюсь, что передовые мировые тенденции и наработки не пройдут мимо нас.

**— Как бы Вы оценили тот потенциал, который был заложен ранее проведенными реформами российского гражданского законодательства?**

— Реформа гражданского законодательства достаточно масштабна, ее основная цель состоит в том, чтобы, в том числе и с учетом опыта стран с передовыми правовыми системами, настроить российское регулирование в унисон с существующими потребностями.

В ходе данной реформы был разработан и принят ряд полезных и необходимых дополнений. Например, появилась ст. 327.1 ГК РФ, которая посвящена потестативным условиям. Согласно указанной норме исполнение обязанностей, а равно и осуществление, изменение и прекращение определенных прав по договорному обязательству, может быть обусловлено совершением или несовершением одной из сторон обязательства определенных действий либо наступлением иных обстоятельств, предусмотренных договором, в том числе полностью зависящих от воли одной из сторон. Положительный эффект в данном случае заключается в том, что эта норма позволяет нивелировать риск признания договоров с потестативными условиями недействительными в связи с применением положений ст. 157 ГК РФ, наделяя стороны правом ставить определенные последствия в зависимость, в том числе и от волевых действий.

Еще одной важной новеллой является ст. 431.2 ГК РФ, посвященная заверениям об обстоятельствах и

<sup>1</sup> Подробнее см.: <http://pubdocs.worldbank.org/en/508161479239656383/For-Consultation-WBG-Final-Draft-Report-on-Recommended-PPP-Contractual-Provisions.pdf> (дата обращения: 23.12.2016).

<sup>2</sup> Подробнее см.: <http://unidroit.org/work-in-progress-studies/current-studies/long-term-contracts> (дата обращения: 23.12.2016).

предусматривающая возможность возложить на сторону обязанность нести имущественную ответственность за наступление или ненаступление определенных обстоятельств, в том числе не зависящих от ее поведения, в случае недостоверности ее заверения о таких обстоятельствах. Эта норма весьма полезна для сектора ГЧП, в рамках которого заверения, в частности публичного партнера, имеют ключевое влияние на инвестиционную привлекательность проекта и распределение рисков по нему.

Также следует отметить межкредиторское соглашение, заключаемое по правилам ст. 309.1 ГК РФ. Данный институт направлен на урегулирование ситуаций, в которых существует один должник по отношению к нескольким кредиторам. В случае возникновения у него просрочек перед кредиторами последние вправе договориться о порядке распределения между ними поступающих от заемщика средств, в том числе об очередности и пропорциональности распределения полученных сумм.

Межкредиторские соглашения важны для проектного финансирования, в том числе для ГЧП, так как помогают структурировать такие сделки с большим комфортом для кредиторов с разной чувствительностью к рискам, что в экономическом смысле для проекта будет означать снижение стоимости привлеченного в проект капитала.

При этом важно понимать, что закрепление норм о таких соглашениях в ГК РФ необходимо, но не достаточно. Нужно дальше проводить законодательную работу в этом направлении и вводить межкредиторские соглашения и в законодательство о банкротстве. В международной и зарубежной практике есть позитивные примеры, когда межкредиторские соглашения учитываются в процедуре банкротства, не нарушая при этом права не участвующих в них кредиторов. Эти нормы могут работать и в России, их важно ввести в Закон о банкротстве<sup>3</sup>, внимательно проработав формулировки, чтобы обеспечить права и интересы кредиторов — участников такого соглашения и кредиторов, которые в нем не участвуют.

В целом обновление гражданского законодательства положительно сказывается на развитии рынка ГЧП.

В частности, рынок концессионных соглашений: он нуждается в большом количестве облигаций с кредитным рейтингом, что, в свою очередь, требует не только качественно структурированной документации, но и законодательства должного уровня для управления риском дефолта эмитента. Отсюда важность работы по усовершенствованию правового регулирования.

Обновленное законодательство в большей степени, чем ранее, способствует развитию концессионных облигаций, позволяет готовить более сложные выпуски.

Так, введение залогового счета позволило разграничить денежные потоки в рамках проекта ГЧП, тем самым предоставив определенные дополнительные гарантии облигационерам. Понятно, что будут возникать отдельные трудности при использовании такого счета, но я сейчас говорю о главном — о возможности его использования, о введении этого инструмента в целом.

Конечно, нам еще только предстоит оценить на практике все возможные риски и перспективы этих новелл и разработать судебные подходы к ним. Но в целом потенциал хороший. Обновленный Гражданский кодекс улучшает в определенной степени инвестиционный климат России, а также повышает конкурентоспособность и привлекательность российского права.

#### — Насколько сегодня вырос спрос на концессионные облигации?

— Мы наблюдаем значительный рост концессионной активности в регионах: с каждым годом количество таких проектов увеличивается в геометрической прогрессии. Если раньше мы исчисляли их годовой объем в десятках, то теперь счет идет уже на сотни. Но если смотреть глубже, безусловно, ключевым фактором является возможность заимствований на условиях, более выгодных для инвестора и, как следствие, для всего проекта.

Надо сказать, что концессионные облигации чаще всего рассматриваются как инструмент привлечения средств пенсионных накоплений.

И тут нужно учитывать следующие факторы для понимания складывающейся картины.

<sup>3</sup> Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».



Во-первых, использование концессионных облигаций для привлечения средств именно пенсионных накоплений означает снижение общей стоимости проекта, так как ставка процента по облигационным займам, закладываемая в финансовую модель, ниже ставки по банковским кредитам. Следовательно, расходы публичного партнера в рамках софинансирования проекта или по осуществлению выплат за доступность или на возмещение недополученных доходов, если они предусмотрены, также снижаются. Вопрос о процентной ставке, кстати, весьма важен в тарифных концессиях, где объем инвестиций концессионера оказывает прямое влияние на размер тарифа, так как он, собственно, и возмещается за счет такого тарифа. В связи с этим можно говорить, что концессионные бумаги имеют спрос и как инструмент, обладающий неким социальным преимуществом перед банковским финансированием.

Во-вторых, использование концессионных облигаций для привлечения средств пенсионных накоплений означает возможность доступа к финансированию на срок, равный сроку жизненного цикла самого проекта. Пенсионные фонды преследуют цели инвестирования на длительные периоды, это могут быть десятки лет, в то время как банки склонны принимать решения о финансировании на более короткие сроки — в среднем пять лет. При этом жизненный цикл одного проекта, как правило, исчисляется десятками лет, а инвестиционная стадия может занимать не один год. Следовательно, в ряде проектов поток выручки может появиться после первой пятилетки и нарастающим темпом достигнуть своего пикового значения лишь на седьмой — десятый год.

В таких условиях концессионеру, конечно, удобнее и выгоднее вернуть или начать возвращать заем позже, в ином случае потребуется привлечение дополнительных кредитов, а это опять ведет к удорожанию проекта. И концессионные облигации обеспечивают такую возможность, предоставляют, если можно так выразиться, отсрочку первых платежей, т.е. позволяют учесть специфику проектов ГЧП в ходе формирования условий финансирования, а именно наличие инвестиционной (строительной) стадии. На примере уже имеющихся выпусков для целей финансирования концессионных соглашений видно, что первый купонный период часто длиннее последующих и может достигать до нескольких лет.

В качестве еще одного преимущества концессионной бумаги следует назвать возможность погашения задолженности не амортизационными, как зачастую происходит в банковском займе, а дифференцированными платежами, размер которых привязывается к разным значениям денежного потока на разных этапах проекта ГЧП.

Так что достоинства и привлекательность концессионных бумаг очевидны, они могут послужить одним из рычагов в дальнейшем развитии рынка ГЧП, в том числе в таких требующих модернизации сферах, как коммунальное хозяйство.

**— Вы говорите про достоинства для концессионера, но являются ли концессионные облигации привлекательными и для пенсионных фондов? В чем их преимущества с точки зрения инвестора?**

— Концессионный выпуск всегда осуществляется под конкретный проект, что для инвестора означает возможность заранее оценить цель, на достижение которой привлекается облигационный заем, т.е. собственно проект, и связанные с ним потенциальные риски. Это первое. Второе преимущество заключается в том, что средства на погашение задолженности формируются эмитентом за счет выручки по концессионному соглашению, условия которого на практике почти всегда включают предоставляемые публично-правовыми образованиями серьезные гарантии возврата инвестиций.

|| Таким образом, концессионная бумага — это инструмент с заранее понятными финансовыми условиями, привязанными в рамках конкретного проекта к конкретным финансовым потокам под гарантией и защитой публичного партнера.

Кроме того, концессионные бумаги имеют и некоторые регулятивные преимущества. В частности, концессионным облигациям легче пройти в котировальный список высшего уровня, так как правила листинга не включают в отношении них такие требования, как срок существования эмитента или структура корпоративного управления, т.е. являются чуть менее жесткими.

Положением Банка России от 25.12.2014 № 451-П об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений предусмотрена возможность инвестировать в концессионные облигации

без рейтинга, хоть и только в пределах 10%-ного объема портфеля фонда. Для того чтобы иметь возможность инвестировать пенсионные накопления в концессионные бумаги без рейтинга, такие бумаги должны соответствовать следующим требованиям в совокупности: быть выпущены эмитентом, являющимся концессионером по концессионному соглашению, концедентом по которому является РФ, либо субъект РФ, либо муниципальное образование с численностью населения более 1 млн; при этом сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций этого эмитента на каждый день не должна превышать 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными этим эмитентом концессионными соглашениями.

В ином случае, а также в случае потребности в инвестициях, размер которых превышает 10%-ный порог стоимости портфеля фонда, что чаще всего и бывает на практике, необходимо получение соответствующего рейтинга.

В настоящее время, кстати, идет работа над новой редакцией этого положения, но, как я понимаю, в части концессионных облигаций каких-то новелл или исключений из регулятивных преимуществ в ней не предусматривается. Правда, в ней и не учитываются некоторые сформировавшиеся в последнее время новые потребности рынка ГЧП, но я надеюсь, что рано или поздно необходимая работа все-таки будет проведена и они будут должным образом учтены в правовом контексте.

#### — О каких потребностях идет речь?

— В общих чертах пока можно обозначить две основные потребности. Первая заключается в необходимости распространения регулятивных преимуществ на облигации, выпускаемые в целях реализации соглашений о ГЧП. Они ведь по своей сути очень схожи с концессионными бумагами. Закон о ГЧП<sup>4</sup> вступил в силу с 1 января 2016 г., и ровно с этого момента возникла потребность в специальном регулировании для инвестирования пенсионных накоплений и в облигации по соглашениям о ГЧП, но мы пока не видим ее отражения. На практике это означает, что у нас сфор-

мировалась асимметрия регулятивных преимуществ, которая в некоторых случаях может играть роль своего рода фильтра, отсеивающего такую форму реализации проекта, как соглашение о ГЧП.

В качестве второй потребности следует отметить необходимость внесения уточнений в положение относительно того, кто все-таки может быть эмитентом концессионных облигаций. Сейчас правило сформулировано строго: концессионер. Но я считаю такой подход слишком узким, ведь у нас в роли эмитента таких бумаг может выступать и специализированное общество проектного финансирования. При этом наблюдается интерес рынка к тому, чтобы привлекать в качестве эмитента именно такое общество, ведь в отношении него предусмотрен свой ряд регулятивных преимуществ, например возможность замены эмитента.

Отсутствие специализированного общества проектного финансирования в положении № 451-П, конечно, не означает невозможности его участия в качестве эмитента концессионных бумаг, но приводит к потере регулятивных преимуществ, установленных этим положением для таких выпусков, притом что они, по сути, не утрачивают статус концессионных.

Нам нужно консолидировать все эти преимущества, не дробить их — тогда доступ к деньгам, вкладываемым в проекты ГЧП, станет проще, условия выпусков интереснее и, следовательно, рынок ГЧП будет развиваться с большим энтузиазмом.

**— На практике соглашения о ГЧП используются неактивно, лидирующая роль сохраняется за концессионными соглашениями. Это связано с тем, что для них не закреплены регулятивные преимущества в положении № 451-П?**

— Можно сказать, что пока они вообще не используются на рынке ГЧП, и дело не только в положении № 451-П, даже в наименьшей степени в нем. По большей части соглашение о ГЧП не используется, так как существует ряд препятствующих моментов, требующих доработки Закона о ГЧП.

Взять хотя бы вопрос о праве собственности публичного партнера на земельные участки. У нас в России

<sup>4</sup> Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».



так сложилось, что земельный пласт огромен, но не весь оформлен, что-то вовсе не разграничено, что-то разграничено, но в собственности не у того публично-правового образования, которое планирует реализовывать проект ГЧП. В концессионных соглашениях такое положение вещей не создает серьезных препятствий, там требование об обязательном праве собственности концедента на земельный участок не установлено.

Что касается проектов в области ЖКХ, а именно в отношении объектов тепло- и водоснабжения, водоотведения, то в данном случае законодатель предусмотрел только концессию, в Законе о ГЧП не установлена возможность заключения соглашений о ГЧП в отношении указанных объектов. Они имеют свою тарифную специфику, которая достаточно детально проработана в действующем законодательстве.

Кроме того, нужно понимать, что большим преимуществом концессии перед соглашением о ГЧП является сложившаяся база судебной практики, это уже приличный массив решений и позиций по тем или иным вопросам.

Наличие развитой судебной практики позволяет заранее всесторонне оценить возможные варианты развития проекта, его риски, пути их нивелирования, выделить основные тенденции.

#### — Какие тенденции в судебной практике здесь можно выделить?

— Если сравнить складывающуюся в настоящее время судебную практику с тем, как суды подходили, например, к рассмотрению исков о признании концессионных соглашений недействительными в 2012–2013 гг., становится очевидным стремление судов сохранить заключенную сделку, дать ей право на жизнь. Только в случае грубых нарушений законодательства при проведении конкурса или в условиях концессионных соглашений суды признают их недействительными. При незначительных либо исправляемых нарушениях суды стремятся сохранить действие соглашения.

Эта же тенденция прослеживается и при рассмотрении исков о расторжении концессионных соглашений: если в 2012–2013 гг. для удовлетворения такого иска часто было достаточно самого иска в купе с

формальным основанием для расторжения, предусмотренным законом, то сейчас суд стремится анализировать, насколько все же такое нарушение является существенным. Например, если концессионер несвоевременно вносит концессионную плату, что, казалось бы, очевидно является нарушением, суды не рассматривают его как достаточное для расторжения соглашения.

Выработанные в судебной практике подходы усилили ее влияние на законотворческий процесс. Так, в течение длительного времени неформальность прав на объекты недвижимого имущества являлась препятствием для объявления конкурсов на право заключения концессий в отношении таких объектов. В случае же включения таких объектов в концессию, в состав объекта концессионного соглашения, суды наполнялись соответствующими исками. Однако в рамках рассмотрения таких исков суды пошли по следующему пути: если концедент успевает зарегистрировать право собственности на объект к моменту его передачи концессионеру либо если он имеет иные правоустанавливающие документы, несмотря на отсутствие регистрации прав в ЕГРП, то справедливо сохранить результаты конкурса и дать возможность реализовать заключенное соглашение. Показательность такой практики привела к тому, что в Закон о концессионных соглашениях<sup>5</sup> недавно были введены нормы, позволяющие в определенных случаях передавать в концессию недвижимость, права на которую не зарегистрированы в ЕГРП.

Кроме того, суды стали внимательнее подходить к оценке действий не только концессионера, но и концедента. Если нарушение, пусть даже существенное, является следствием нарушения встречного обязательства другой стороной, суд может отказать в расторжении концессионного соглашения. Например, в практике АС Краснодарского края есть известное дело, в рамках которого суд указал, что концедент не может требовать расторжения концессионного соглашения, если концессионер докажет, что существенное нарушение условий такого соглашения возникло в результате действий (бездействия) другой стороны договора, т.е. собственно этого концедента.

<sup>5</sup> Федеральный закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях».

В целом все более и более заметной становится общая тенденция к более глубокому погружению в цивилистическую природу обязательств сторон концессионного соглашения и применению к отношениям сторон не только Закона о концессионных соглашениях, но и общих положений ГК РФ об обязательствах и договорах.

Приведу один характерный пример обращения судов при оценке обязательств сторон по концессионным соглашениям к общим положениям ГК РФ. В Законе о концессионных соглашениях есть такое обязательное требование, как полное возмещение инвестированного капитала концессионеру при расторжении концессионного соглашения. Вопрос о сумме возмещаемых инвестиций возникает при любом споре о расторжении. В 2015 г. АС Свердловской области рассмотрел дело, которое как раз демонстрирует применение к анализу данной категории споров общих положений ГК РФ. Суд указал, что если условиями концессионного соглашения порядок и сроки возврата концессионеру инвестированного капитала в виде его затрат на реконструкцию объекта не предусмотрены, то концедент обязан произвести такой возврат по факту прекращения обязательств по договору, исходя из п. 4 Постановления Пленума ВАС РФ от 06.06.2014 № 35 «О последствиях расторжения договора». В противном случае, как отметил суд, указанные расходы концессионера следовало бы рассматривать в качестве неосновательного обогащения концедента.

Такая практика, безусловно, является позитивной. Она помогает повысить требования к содержанию самих концессионных соглашений, а главное — формирует сознание его сторон, заставляет оценивать не только административные или политические последствия принимаемых ими решений на той или иной стадии реализации инвестиционных проектов, но и гражданско-правовые последствия от ненадлежащего исполнения взятых на себя обязательств по соглашению.

**— Вы говорили, что на практике концессионные бумаги чаще всего нуждаются в рейтинговании, чтобы преодолеть так называемую квоту облигаций без кредитного рейтинга и получить доступ к необходимому объему инвестиций. Какова специфика присвоения рейтинга для бумаг такого типа?**

— Действительно, для преодоления 10%-ного барьера в портфеле пенсионного фонда приобретаемая кон-

цессионная бумага должна иметь рейтинг, соответствующий требованиям к его уровню, определенному согласно положению № 451-П.

Кредитный рейтинг присваивается рейтинговыми агентствами по результатам проведенной оценки кредитоспособности эмитента или его обязательства, в нашем случае концессионных бумаг. Главное, что оценивается, — это вероятность возврата инвестиций и получения инвесторами дохода по долговому обязательству на основе выявления и оценки всех потенциальных рисков, которые могут повлиять на способность эмитента исполнять свои обязательства.

Оценка осуществляется на базе разработанных агентствами методологий, которые представляют собой определенную матрицу рассуждений рейтингового агентства при присвоении рейтинга. Методология включает основные факторы риска для соответствующего типа проектов и обстоятельства, которые влияют на снижение или увеличение вероятности наступления дефолта эмитента. При этом необходимо иметь в виду, что оценка производится комплексно, используется целый ряд методологий, как в части типов проектов, например в отношении проектного финансирования, так и по конкретным аспектам проекта, например по оценке тарифного регулирования отрасли.

Специфика рейтингования концессионных бумаг обусловлена в первую очередь целью их выпуска — реализацией концессионного проекта.

С учетом того, что любой проект ГЧП — это комплексный проект, состоящий из нескольких этапов (как инвестиционного, так и эксплуатационного), в рамках рейтинговой оценки могут анализироваться различные аспекты реализации этого проекта, начиная с этапа проектирования и заканчивая финансовыми условиями. В этом случае оцениваются такие факторы, как риск завершения проекта, в рамках которого учитывается влияние третьих лиц, т.е. в этом направлении осуществляется оценка в том числе качества подрядчиков и поставщиков. Также оцениваются операционные риски, риски доходности, структура задолженности и финансовые условия, макроэкономические риски.

Если проект осуществляется в сфере регулируемых видов деятельности, дополнительно проводится оценка тарифного регулирования в этой сфере, что также



оказывает дополнительное влияние на общий уровень рейтинга.

Не стоит забывать и о такой специфике ГЧП, как государственное участие, ведь у нас вторая сторона — это всегда публично-правовое образование, которое является соисполнителем проекта в установленной части, как правило, связанной с предоставлением земли и/или имущества в дополнение или для включения в состав объекта соглашения. И главное: зачастую публично-правовое образование является соисполнителем проекта в части распределения рисков его окупаемости. По этой причине в целях присвоения рейтинга проводится анализ кредитного качества не только концессионера, его долговых обязательств, инвесторов в данный проект, но и концедента, его «бюджетного здоровья».

Наконец, следует учитывать, что в рамках проектов ГЧП, помимо прямой поддержки от публичного партнера в виде государственных гарантий и субсидирования, направленного на компенсацию выпадающих доходов, может быть использована своего рода косвенная поддержка публично-правового образования, выраженная, например, в предоставлении поручительства в рамках конструкции регионального гарантийного фонда. Чем больше задействовано качественных механизмов защиты будущих денежных потоков, выручки по проекту, тем выше может быть кредитная оценка.

**— Говоря о региональных гарантийных фондах, мы ведь не имеем в виду классические государственные и муниципальные гарантий?**

— Нет. Государственная гарантия представляет собой не поименованный в Гражданском кодексе способ обеспечения исполнения обязательств, в рамках которого публично-правовое образование дает письменное обязательство отвечать за исполнение лицом, которому выдается гарантия, обязательств перед третьими лицами полностью или частично. То есть это, как я уже сказал, прямая бюджетная поддержка.

В рамках регионального гарантийного фонда обеспечение исполнения обязательств лиц предоставляется в форме поручительства, но поручителем является не публично-правовое образование, а специально для этого созданное юридическое лицо — фонд. Гарантий-

ные фонды создаются в различных правовых формах, от хозяйственного общества до унитарного предприятия, и наполняются соответствующим имуществом и активами за счет региональной казны. В настоящее время такие фонды функционируют в 83 субъектах, т.е. мы имеем почти полное покрытие.

Региональные гарантийные фонды преимущественно ориентированы на содействие субъектам малого и среднего предпринимательства в получении необходимого им финансирования путем предоставления поручительства по кредитным договорам, договорам лизинга с кредитными организациями, с которыми у фондов заключены соответствующие соглашения. Но фонды могут оказывать и иную поддержку, например предоставление микрозаймов.

||| Сегодня региональные гарантийные фонды можно и нужно рассматривать как инструмент укрепления гарантий в рамках реализуемых концессионных проектов.

Ни для кого не секрет, что не всякий, а особенно не всякий муниципальный, бюджет имеет достаточный уровень стабильности. Это снижает инвестиционный потенциал, причем в большей степени именно в муниципальных, самых востребованных концессиях в сфере ЖКХ. Инвесторы стремятся получить гарантию на долгосрочный период, что не всегда удается сделать в рамках бюджетного планирования, ограниченного тремя годами. То есть не всегда удается это сделать через гарантию, привязанную именно к бюджету. И в этом смысле содействие региональных гарантийных фондов, наполненных обособленным имуществом, очень бы пригодилось и могло бы положительным образом повлиять на кредитную оценку проектных облигаций.

**— Выше Вы сказали, что сфера ЖКХ, как и иные подобные ей, имеют свою тарифную специфику. Как эта сторона сказывается на привлекательности концессионных соглашений в этих сферах?**

— В плане тарифного регулирования мы переживаем период беспрецедентного реформирования. Как всегда, он не бывает безболезненным, но дорогу осилит идущий.

Позитивные моменты данного процесса уже видны. Внимательно просмотрев практику международных и

российских рейтинговых агентств при оценке кредитного рейтинга по ценным бумагам концессионеров, я поймал себя на мысли, что многое из требуемого такими агентствами для того, чтобы присвоить бумаге концессионера по тарифной концессии хороший рейтинг, у нас, в нашем российском регулировании, уже имеется.

В настоящее время сразу в нескольких сферах — водоснабжение, водоотведение, теплоснабжение, обращение с твердыми коммунальными отходами (т.е. практически во всех сферах, относимых к ЖКХ) приняты основы ценообразования, определяющие порядок установления тарифов. Они обязательны на всей российской территории РФ. В сфере водоснабжения, водоотведения и теплоснабжения практика их применения уже достаточно развита. Например, возможность установления долгосрочных тарифов на весь срок действия концессионного соглашения повышает степень предсказуемости тарифного регулирования, что приветствуется финансирующими организациями. Кроме того, у нас существует возможность гибкого изменения тарифов в рамках долгосрочного периода с учетом изменения цен на операционные расходы, — это тоже влияет на повышение рейтинга кредитоспособности отдельными агентствами. Существуют механизмы возмещения выпадающих доходов концессионера за счет бюджетных субсидий, что указывает на наличие государственной поддержки данного института и повышает рейтинг кредитоспособности. Тарифные концессии в теплоснабжении, водоснабжении и водоотведении, обращении с твердыми коммунальными отходами тем и хороши, что предоставляют возможность открыто, в том числе на конкурсной основе, установить долгосрочные параметры регулирования концессионера и гарантировать ему определенный объем валовой выручки.

Однако существует ряд проблемных моментов, которые требуют дополнительной настройки. Контрагентом концессионера на стороне потребителя, как правило, выступает управляющая компания, которая занимается сбором платежей за коммунальные услуги с конечного потребителя — домохозяйства, собственников квартир в многоквартирных домах. Как правило, рейтинговые агентства при рассмотрении концессионных сделок обращают пристальное внимание на роль посредника, предъявляя высокие требования к третьему лицу, осуществляющему сбор средств за коммунальные услуги с получателей. К такому третьему лицу должны предъявляться строгие требования

к кредитной состоятельности. Например, требования о создании фондов на покрытие дефицита средств для оплаты поставленных коммунальных услуг, установление личной ответственности такого лица перед коммунальной компанией за перечисление денежных средств, наличие положений, устанавливающих случаи замены такого лица.

Несмотря на то, что деятельность данных посредников регулируется и управляющие организации лично отвечают перед коммунальными компаниями за несвоевременное или ненадлежащее перечисление оплаты за коммунальные услуги, в законодательстве отсутствует требование о создании такими управляющими компаниями фондов на покрытие задолженности перед коммунальными компаниями. Фактически эта ответственность не имеет под собой никаких гарантий, что может быть негативно оценено рейтинговыми агентствами.

При общении с потенциальными инвесторами одним из наиболее часто задаваемых вопросов остается вопрос о целесообразности введения отдельных методов регулирования для ЖКХ. Среди факторов, вызывающих опасения, в первую очередь следует отметить *RAB*-регулирование. Заложенный в тарифную модель для данного метода механизм подразумевает несколько болезненных моментов:

длительный срок возврата инвестированного капитала — 10–30 лет, в зависимости от отрасли, таких длинных денег на рынке просто нет;

применяемая ставка для расчета доходности инвестированного капитала, которая учитывается при расчете тарифа, — при расчете тарифов доходность на капитал рассчитывается исходя из доходности по долгосрочным облигациям федерального займа, что значительно ниже ставок по кредитам;

установление жесткого соотношения собственного и заемного капитала (в водоснабжении, водоотведении, теплоснабжении 20/80, в сфере обращения с твердыми коммунальными отходами — 30/70), притом что структурирование кредитных сделок требует большей гибкости (как минимум установления коридора 20–30% собственного капитала).

Мои наблюдения показывают, что данные проблемы не исключают привлечения денежных потоков в сферу



ЖКХ с использованием концессионных соглашений, так как общий фон именно для концессий более благоприятный, нежели для других институтов. Однако они снижают роль банковского кредитования данных сделок и повышают роль «ценнобумажного» финансирования (облигационных займов), поскольку при применении такого источника цена денег, как я уже говорил, ниже.

Еще один важный момент для проектов ГЧП в сфере ЖКХ. Я проанализировал судебную практику по тарифным спорам в сфере ЖКХ за 2014–2016 гг. Объем споров большой, и его основную часть составляют споры о том, что какой-то расход коммунальной компании не был включен в тариф или был включен в неполном размере. Аргументом регулирующего органа при этом в 80% случаев является непредставление подтверждающих документов или неправильное их оформление.

Нормативные требования к правильному оформлению подтверждающих документов у нас отсутствуют, что представляет риск для всех коммунальных компаний и концессионеров, в частности в связи с непредсказуемостью решений тарифного органа при оценке им пакета документов.

Такой риск можно снизить посредством разработки единой информационной системы для обмена документами и вообще информацией о расходах между коммунальными компаниями и тарифными органами. Тогда в такую систему можно будет включить информацию о требуемых подтверждающих документах в зависимости от типа расхода.

**— В заключение могли бы Вы кратко обозначить основные тенденции развития рынка финансирования проектов ГЧП сегодня?**

— В качестве одного из важных и интересных явлений в сфере финансирования проектов ГЧП можно назвать намечающуюся тенденцию к использованию так называемых субординированных облигаций.

В сфере банковского финансирования такие ценные бумаги традиционно используются для привлечения

средств на рынке, которые с точки зрения оценки кредитных рисков приравниваются к акционерному капиталу. Это дает банковской организации возможность использовать эти средства для дальнейшего предоставления кредитов и привлечения новых займов. При этом права владельцев таких бумаг, как правило, имеют меньший приоритет, чем права остальных кредиторов. Данное условие уравнивается на практике более высокими ставками доходности, которые превосходят ставки банка по старшим облигациям или по депозиту.

В реалиях проектов ГЧП субординированные облигации начинают набирать популярность, особенно при финансировании на ранних стадиях проекта.

Это вызвано, на мой взгляд, рядом факторов, среди которых можно выделить привлекательную высокую доходность по бумагам на длительный период, а также сложившееся на рынке понимание гарантий, предоставляемых в рамках концессионного соглашения.

Эмитентам (концессионерам) выпуск субординированных облигаций интересен по следующим причинам:

- 1) возможность без рейтинга получить длительное финансирование;
- 2) финансирование, привлекаемое от размещения субординированных облигаций, может расцениваться рейтинговыми агентствами как собственные средства для целей получения рейтинга на старший долг;
- 3) возможность получить финансирование для подготовки проектно-сметной документации, готовность которой является одним из главных факторов при принятии решения о предоставлении основного финансирования.

Для инвесторов же этот инструмент интересен в первую очередь тем, что такие бумаги можно рассматривать в качестве бумаг, имеющих высокую доходность, длительный срок обращения, а также высокую надежность в силу гарантий, предоставляемых концессионным законодательством.