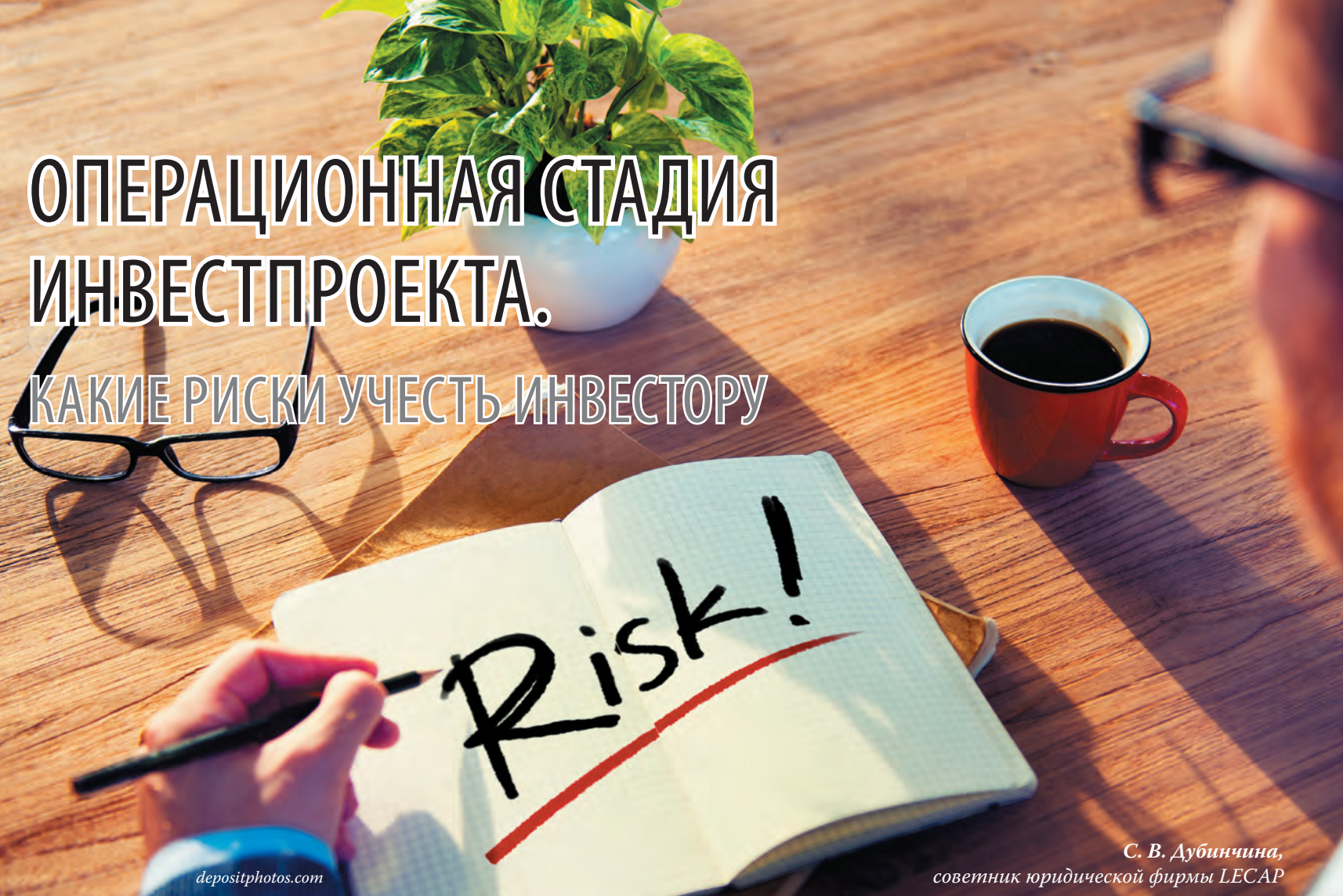


# ОПЕРАЦИОННАЯ СТАДИЯ ИНВЕСТПРОЕКТА.

## КАКИЕ РИСКИ УЧЕСТЬ ИНВЕСТОРУ



depositphotos.com

С. В. Дубинчина,  
советник юридической фирмы LECAP

Реализация мероприятий в рамках реформирования отрасли обращения с ТКО выявляет ряд ключевых инвестиционных рисков, на которые необходимо обратить особое внимание при принятии решения об инвестировании в данную сферу. Автор пишет о результатах проведенного исследования.

Рейтинговые агентства при оценке общего регулятивного фона в регулировании той или иной отрасли обращают внимание на то, существует ли объективная поддержка со стороны государства в отношении инвестиционного климата в конкретной отрасли. Так, Fitch Ratings и Rating Criteria for U.S. Utility Tariff Bonds рассматривают в качестве одного из обязательных критериев оценки для присвоения рейтинга тарифным облигациям безусловность и государственную поддержку в отношении предприятий отрасли, а также оценку тарифного регулирования Moody's [1].

Необходимо отметить, что ключевые программные документы, направленные на развитие данной сферы, демонстрируют в целом позитивный настрой государства на

ее развитие и наличие объективных форм поддержки инвестиционных инициатив. Майским указом Президента РФ [2] в качестве одной из ключевых целей развития страны определена организация эффективного обращения с отходами производства и потребления, включая ликвидацию всех выявленных на 1 января 2018 г. несанкционированных свалок в границах городов. В числе задач, которые необходимо решить в рамках реализации стратегии:

- формирование комплексной системы обращения с ТКО, включая ликвидацию свалок и рекультивацию территорий, на которых они размещены;
- создание условий для вторичной переработки всех запрещенных к захоронению отходов производства и потребления;

- создание и эффективное функционирование во всех субъектах Российской Федерации системы общественного контроля, направленной на выявление и ликвидацию несанкционированных свалок;

- создание современной инфраструктуры, обеспечивающей безопасное обращение с отходами I и II классов опасности и ликвидация наиболее опасных объектов накопленного экологического вреда;

- применение всеми объектами, оказывающими значительное негативное воздействие на окружающую среду, системы экологического регулирования, основанной на использовании наилучших доступных технологий.

Распоряжением Правительства РФ от 25.01.2018 № 84-р утверждена Стратегия развития промышленности по обработке, утилизации и

обезвреживанию отходов производства и потребления на период до 2030 г. (далее – Стратегия), определившая инновационный сценарий развития отрасли в качестве приоритетного, к которому необходимо постепенно двигаться. Данный сценарий подразумевает внедрение ресурсосберегающих технологий, отечественного высокотехнологичного оборудования, техники, технологий обработки, утилизации и обезвреживания отходов, создание и развитие инфраструктуры производственно-технических комплексов по обработке, утилизации, обезвреживанию отходов, многофункциональных комплексов по промышленному обезвреживанию отходов, экотехнопарков и многофункциональных сортировочных комплексов. Согласно Стратегии оптимальным решением может служить формирование сети мусоросортировочных комплексов, позволяющих отделять вторичные ресурсы от отходов, не подлежащих дальнейшей утилизации, и многофункциональных сортировочных комплексов для сбора и обработки всех видов отходов производительностью 100–300 тыс. т в год. Поставлен амбициозный план: к 2030 г. количество производственно-технических комплексов по обработке, утилизации и обезвреживанию отходов должно достигнуть 226, а мусоросортировочных комплексов – 310. Но такой план развития отрасли в первую очередь требует позитивно-го инвестиционного регулирования.

Правовые консультанты в сфере инвестиций в инфраструктуру при рассмотрении условий сделок и обсуждении их с финансирующими организациями, как правило, обращают внимание на несколько ключевых категорий рисков. К первой категории относятся риски, связанные с выбором той или иной отрасли для принятия инвестиционного решения. Вторая категория рисков более конкретизирована и относится к оценке расхождения прогнозируемой стоимости эксплуатации, технического обслуживания или стоимости жизненного цикла объекта. Третья категория рисков, возможность минимизации которых оценивается инвесторами и финан-

сирующими организациями, – это риски прогнозируемости получаемых доходов оператора и способности обслуживать долг. Подробно данная информация изложена в [3].

Нормативное регулирование отрасли динамично развивается, впитывая в себя позитивные стороны регулирования смежных отраслей (водоснабжение, водоотведение, теплоснабжение), и частично указанные риски хеджированы нормативным регулированием. Однако практика выявляет ряд проблемных моментов, в связи с чем требуется более внимательный подход к тому, как можно снизить их чувствительность посредством условий сделки и системы распределения рисков, закладываемых в матрицу рисков инвестиционного проекта.

### ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ ВЫБОРА ОТРАСЛИ ПО ОБРАЩЕНИЮ С ТКО

Когда рейтинговые агентства и финансирующие организации говорят об оценке риска выбора отрасли инвестирования, они обращают особое внимание на оценку достаточности и качества правовой или договорной базы, ясность законодательства и/или регулирования, оценивают объем дискреционных полномочий регулирующих органов и любое влияние, которое это может оказать на разрешение споров. Согласно методикам международных рейтинговых агентств по оценке рисков нормативные акты и условия договоров рассматриваются на предмет ключевых коммерческих элементов и ясности контракта, особенно в отношении распределения или передачи риска, оцениваются условия лицензирования, а также анализируется риск потери или возобновления таких лицензий, разрешений или регулируемого статуса в рамках конкретной юрисдикции.

Позитивным моментом для отрасли ТКО является то, что все ключевые документы, регулирующие статус операторов в данной сфере и основного игрока – регионального оператора по обращению с отходами, на уровне Российской Федерации и субъектов РФ приняты. На территории большей части субъ-

ектов РФ избраны региональные операторы. Статус регионального оператора является достаточно долгосрочным, что важно для оценки кредитных рисков таких проектов. Последние изменения законодательства, в частности принятие Федерального закона от 25.12.2018 № 483-ФЗ «О внесении изменений в статью 291 Федерального закона «Об отходах производства и потребления», благодаря которому становится возможным прекращение договора с региональным оператором и его временное замещение (до 2020 г.) другой организацией, определенной на внеконкурсной основе субъектом РФ, безусловно, влияет на оценку стабильности статуса регионального оператора и повышает риски прекращения соглашения с ним. Мы обратились к основным игрокам отрасли с целью выявления наиболее чувствительных для оценки рисков выбора отрасли моментов.

Первый исследуемый вопрос касался высокой степени ответственности регионального оператора. В частности, оценивалось, насколько жесткие основания расторжения договора, делающие статус регионального оператора нестабильным, затрудняют долгосрочное планирование деятельности в данной отрасли. Во мнении, что нестабильность статуса регионального оператора и жесткие основания расторжения договора с ним потенциально несут высокие риски как для частной, так и для публичной стороны, сходятся как государственные органы, так и большинство региональных операторов.

Второй вопрос касался роли и функционала регионального оператора (понятности и прозрачности в регулировании) и был сформулирован так: если региональный оператор отвечает за операционную стадию и за функционирование системы в целом, должен ли он отвечать за инвестиционный процесс? Наиболее популярным ответом среди представителей государственных органов был отрицательный. Многие региональные операторы ответили, что законодательство не содержит норм, предписывающих региональному оператору развивать инвести-



ционный процесс. Тем не менее ряд обязательств, которые объективно несет региональный оператор по обеспечению обращения с ТКО, связаны с дополнительными вложениями, вопрос регулирования возврата которых не до конца отражен в законодательстве (рекультивация, ликвидация несанкционированных свалок).

### ОЦЕНКА РИСКОВ ОПЕРАЦИОННОЙ СТАДИИ ПРОЕКТА

Второй блок рисков, на которые обращают внимание и инвестиционные аналитики рейтинговых агентств, и финансирующие организации, – риски операционной стадии проекта. Здесь выделяют риски расхождения фактической и прогнозируемой стоимости эксплуатации, технического обслуживания и/или стоимости жизненного цикла.

Рост любого из этих показателей может привести к сокращению прогнозируемых потоков денежных средств или нарушению сроков исполнения обязательств по контрактам, снижению финансовой гибкости проекта и потенциальному ухудшению способности проекта обслуживать свой долг. Стоимость технического обслуживания является одним из ключевых факторов для производства, доступности услуги и ее стоимости. Анализ операционного риска фокусируется на квалификации и финансовом здоровье оператора, структуре его затрат и риске, связанном с его поставщиками. Аналогичные контрактные риски снова рассматриваются на этапе эксплуатации.

Существование обязательств региональных операторов, расходы на исполнение которых не покрываются за счет тарифа и вероятность образования которых не может быть в полной мере спрогнозирована, поскольку зависит от действий третьих лиц, – одна из ключевых точек чувствительности. Затраты на ликвидацию несанкционированных свалок, как существовавших до заключения соглашения с региональным оператором, так и возникших после, являются таким видом расходов. На вопрос, как отражается

неурегулированность вопросов об источниках покрытия расходов регионального оператора на привлечение заемных или собственных средств на решении указанной задачи, региональные операторы ответили, что этот актуальный вопрос остается замороженным и сохраняет риск для регионального оператора. Представители же региональных государственных органов преимущественно отмечают, что этот вопрос должен решаться за счет урегулирования споров с собственниками земельных участков, на которых данные свалки образуются. Позиция публичной стороны является достаточно обоснованной, однако она не учитывает уровень материальной и управленческой культуры и, как следствие, не обеспечивает своевременного возврата вынужденных расходов регионального оператора на ликвидацию несанкционированных свалок в тарифе или за счет иных источников. При этом неясно, как этот вопрос должен быть учтен в тарифе, и это остается болевой точкой, отмечают региональные операторы. С нашей точки зрения, безусловно, данный вопрос можно отчасти решить за счет корректировок необходимой валовой выручки (НВВ) в связи с возникновением обязательных и не учтенных при расчете НВВ расходов (пп. 11 и 58 Основ ценообразования в области обращения с ТКО [4] (см. также судебное решение [5]), однако в данном случае возникает потребность регулярного кредитного плеча для финансирования данного расхода в текущем режиме, а также обязательного учета расхода на привлечение заемного капитала в тарифе.

Второй вопрос – о отдельном сборе отходов. Он был сформулирован так: «Были ли в вашем регионе расходы регионального оператора на организацию и обеспечение РСО (в том числе на приобретение и установку контейнеров и оборудование контейнерных площадок) включены в НВВ и в единый тариф регионального оператора?»

Наиболее репрезентативный ответ: «Нет, не были; данный расход является плановым расходом, кото-

рый понес региональный оператор, и данный вопрос не урегулирован». Ряд операторов отмечают, что в их регионах подобных расходов пока не было, но, когда они появятся, этот вопрос встанет остро.

Необходимо отметить, что последние изменения в нормативно-правовом регулировании частично сняли остроту данного вопроса, в частности постановление Правительства Российской Федерации от 15.12.2018 № 1572 внесло изменения в постановление [4], указав, что расходы на приобретение контейнеров и бункеров и их содержание определяются в размере, не превышающем 1 % от НВВ регионального оператора на очередной период регулирования. Соответственно, как минимум, расходы на закупку контейнеров для отдельного сбора отходов можно будет частично финансировать за счет тарифа. Однако данное решение не распространяется на другие виды расходов, которые могут возникнуть у регионального оператора, а также на те регионы, где соответствующие виды расходов уже были понесены.

Третий исследуемый вопрос, на который было предложено ответить участникам рынка с целью оценки рисков инвестиций в отрасль по обращению с ТКО, касался высокой вероятности банкротства прочих операторов в отрасли, выполняющих отдельные виды услуг по обращению с ТКО (риск статуса контрагентов регионального оператора). Ответы органов регулирования и региональных операторов оказались диаметрально противоположными. Региональные операторы предпочли перенести решение данного вопроса в коммерческую плоскость и указали, что данный вопрос должен решаться посредством корректного отбора контрагентов (за счет дифференциации операторов по обращению с отходами). Публичные партнеры в ходе переговоров, как правило, указывали на необходимость решения данного вопроса за счет собственных сил региональных операторов. Необходимо отметить, что ответы частной и публичной сторон в данном вопросе не являются взаимоисключающими

и демонстрируют возможность выбора региональным оператором одной из указанных стратегий.

В целом опрос показал, что точки чувствительности при оценке рисков операционной стадии сохраняются прежние: наличие не учитываемых напрямую (прозрачным образом) операционных и неподконтрольных расходов регионального оператора, отсутствие практики реализации функций регионального оператора в долгосрочном периоде, риски возникновения нестабильного финансового положения субподрядчиков и отсутствие устоявшейся практики их хеджирования.

### ОЦЕНКА РИСКОВ СТАБИЛЬНОСТИ ДОХОДОВ ОПЕРАТОРА И СПОСОБНОСТИ ОБСЛУЖИВАТЬ ДОЛГ

Третья категория рисков, на которую, как правило, обращают внимание инвесторы, – риск стабильности доходов оператора и способность обслуживать долг. Валовой доход проекта обычно определяется сочетанием доступности, цены и объема. Риск возникает, если выпуск продукции или услуги не может быть надлежащим образом обеспечен или если спрос на выпуск продукции или услуги не существует по той цене, по которой проект в состоянии покрыть свои операционные расходы и обслуживать свой долг.

Рейтинговые агентства и финансирующие организации оценивают относительную стабильность и предсказуемость денежных потоков по проекту при рассмотрении его способности обслуживать свой долг и, в частности, структуру доходов, требования к производительности и подверженность спросу на услугу оператора, которые формируют общий объем доходов.

Поскольку плата за услугу регионального оператора в большинстве регионов взимается в составе платы за коммунальные услуги, «фактором плюс» является то, что источник доходов регионального оператора – не узкое число контрагентов, а значительное количество пользователей.

Вторым фактором, который выделяют финансирующие организации при обозначении позитивных особенностей отрасли по обращению с ТКО для привлечения инвестиций, является наличие объективных позитивных изменений, наметившихся в тарифном регулировании в последние годы.

Так, Основы ценообразования в области обращения с ТКО допускают широкий спектр долгосрочных параметров деятельности операторов, которые как для концессионеров, ставших в целом ряде регионов региональными операторами, так и для частных партнеров по соглашениям о ГЧП/МЧП могут быть установлены диспозитивно.

В рамках метода доходности инвестированного капитала для концессионеров могут быть установлены специальные нормативы чистого оборотного капитала, нормы доходности (стоимости) заемного и собственного капитала, специальный порядок расчета первоначального инвестированного капитала, специальный срок возврата инвестированного капитала. Если рассматривать данные положения в сравнении с тарифным регулированием в сфере тепло- и водоснабжения, то указанная степень диспозитивности характерна только для сферы ТКО, кроме того, для концессионеров в сфере ТКО нормативно установлен наиболее короткий минимально допустимый срок возврата инвестированного капитала (семь лет) в отличие от сферы теплоснабжения, водоснабжения и водоотведения (10 лет).

Однако на данном позитивном регулятивном фоне правоприменительная практика выявила объективные проблемы, такие как:

- некорректный подсчет долгосрочных параметров на этапе установления тарифа;
- некорректная оценка прогнозируемых объемов потребления;
- возможность корректировок тарифов и отдельных долгосрочных параметров в рамках корректировок;
- низкая собираемость платежей региональными операторами.

Каждый из данных факторов, если он проявляется в структуре конкрет-

ной сделки, негативно сказывается на оценке риска возврата вложенных средств и способности обслуживать долг. Мы задали несколько вопросов участникам рынка для оценки наиболее чувствительных моментов, в частности вопрос о возможных источниках покрытия кассовых разрывов региональных операторов в связи с низкой степенью собираемости платежей с населения при наличии обязательств перед прочими операторами по стопроцентной оплате их услуг.

Мнение региональных операторов склонялось в пользу включения в число обязательно компенсируемых в тарифах будущих периодов расходов на проценты по кредитам на погашение таких кассовых разрывов. При этом представители публичных партнеров указывали, что наиболее жизнеспособной моделью была бы организация компенсации данных расходов из бюджетных источников. Необходимо отметить, что данная модель, безусловно, допустима и в рамках нормативно-правового регулирования, в частности в рамках реализации положений ст. 78 Бюджетного кодекса, однако требует полного консенсуса между сторонами в вопросе о порядке предоставления указанной компенсации либо урегулирования порядка предоставления таких компенсаций между публичной и частной сторонами.

Второй вопрос касался несоответствия между объемами ТКО на территории присутствия региональных операторов, которые фигурировали в конкурсной документации при выборе регионального оператора, и фактическими объемами образования ТКО, которые будут учтены при установлении тарифа региональному оператору в долгосрочной перспективе. Необходимая валовая выручка регионального оператора, если представить ее упрощенно, в обратном порядке представляет собой произведение размера тарифа и объема оказываемых услуг; при снижении объема снижается НВВ, которую получают региональные операторы. Нормативно установлено, что отклонение фактического объема (массы) ТКО от объема (массы),

учтенного при установлении тарифов, является одним из оснований для корректировок тарифа оператора, в том числе регионального оператора в сфере обращения с ТКО [4, п. 58].

Большинство респондентов отмечают актуальность данного вопроса, и это не случайно – объективные проблемы при определении объемов ТКО при составлении территориальных схем по обращению с отходами отразились в судебной практике [5–7], касающейся условий установления тарифов регионального оператора. Организационно участники рынка подчеркивают необходимость большей открытости регионов по предоставлению региональным операторам информации, касающейся процессов обращения с отходами на конкретной территории, и систематизации подходов к установлению нормативов накопления в регионах (излишнее делегирование данного вопроса регионам привело к неравномерному регулированию вопросов ценообразования в различных регионах и фактически к неравным условиям хозяйствования).

При опросе представителей региональных органов власти был задан вопрос, проявился ли данный аспект в конкретном регионе. Большинство представителей органов власти указали на наличие данной проблемы, при этом, с их точки зрения, механизм субсидирования деятельности операторов для возмещения недополученных доходов мог бы быть приемлемым.

Тем не менее, с точки зрения автора данной статьи, в данной сфере в долгосрочной перспективе тариф представляется более приемлемым механизмом возврата указанных платежей, поскольку публичная сторона не заинтересована в его росте, при этом именно публичная сторона определяет механизмы формирования нормативов накопления, что, в свою очередь, влияет на НВВ регионального оператора. Соответственно, более последовательная позиция в формировании подхода к нормативам накопления и более тщательная подготовка территориальных схем обращения с от-

ходами, в том числе с ТКО, станут одним из приоритетных интересов публичной стороны.

Подводя итог, хотелось бы отметить отсутствие острой радикализации позиций публичных и частных партнеров в отрасли по самым чувствительным моментам – как публичная, так и частная сторона отмечают наличие вариантов регулирования рисков либо за счет механизмов субсидирования, либо за счет учета в составе тарифов, и ряд проблем действительно может быть урегулирован в означенном порядке. Наиболее острые риски, которые отмечают как частные, так и публичные партнеры в реализации инвестиционного процесса в отрасли, связаны с наличием объективно нового игрока в отрасли – регионального оператора, ответственного за функционирование всего процесса обращения с отходами на территории субъекта РФ. Отсутствие устоявшейся практики его деятельности – наиболее часто обозначаемый аспект среди практиков, однако решаемый по мере накопления опыта. В связи с этим поиск практических решений урегулирования проблем, в том числе за счет развития договорных механизмов между публичной и частной сторонами, – вопрос кропотливой работы, которая нас ждет в ближайшее время. Другим не менее значимым аспектом должна стать отработка механизмов возмещения обязательных расходов регионального оператора в части ликвидации несанкционированных свалок и рекультивации земель под отработанными полигонами либо внесение в Основы ценообразования в области обращения с ТКО изменений, явно устанавливающих порядок возмещения данных расходов.

Безусловным стабилизирующим фактором, который должен в перспективе консолидировать отрасль, является объективная заинтересованность публичной стороны в стабильности статуса регионального оператора и организации функции по обращению с ТКО. В связи с этим досрочное расторжение договора с региональным оператором может привести как к политическим

рискам («мусорным» коллапсам на улицах), так и к организационным и финансовым рискам публичного партнера (необходимости проведения повторных конкурсных процедур для выбора нового оператора, поиску временного оператора либо созданию унитарного предприятия до момента отбора нового регионального оператора). Как следствие, обеспечение стабильности работы уже отобранных операторов становится не только лозунгом, но и задачей, решение которой должно обеспечить приток инвестиций в отрасль.

*Юридическая фирма LECAP выражает отдельную благодарность за организационное содействие в проведении опроса Ассоциации организаций, операторов и специалистов в сфере обращения с отходами «Чистая страна» – крупнейшему в стране отраслевому сообществу, объединяющему компании, которые занимаются вывозом мусора, региональных операторов, предприятия, выпускающие коммунальную технику и оборудование, переработчиков.* ♻️

## ЛИТЕРАТУРА

1. Moody's, *Rating Methodology, Operational Airports outside of the United States*.
2. Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2018 № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 г.».
3. Fitch Ratings' *Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance Report, July 2018*. URL: <https://www.fitchratings.com/site/re/10038532>.
4. Постановление Правительства РФ от 30.05.2016 № 484 (ред. от 15.12.2018) «О ценообразовании в области обращения с ТКО» (вместе с «Правилами регулирования тарифов в сфере обращения с ТКО»).
5. Апелляционное определение Верховного Суда РФ от 15.03.2018 № 7-АПГ18-1.
6. Апелляционное определение Верховного Суда РФ от 07.06.2018 № 18-АПГ18-18.
7. Определение Верховного Суда РФ от 13.09.2017 № 7-АПГ17-7.