

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3431,28	↑2,1%	S&P Global Infrastructure	2328,52	↓0,3%	S&P Green Bond Index	151,50	↑0,1%
MSCI EM	1108,23	↑2,0%	S&P EM Infrastructure	1563,13	↑2,5%			
MSCI Russia	621,86	↑0,2%	S&P High Income Infrastructure	1149,20	↓0,1%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (24 августа 2020 года). Данные о динамике индекса за период с 10 по 24 августа 2020 года.

Источник: S&P Global, MSCI

Алексей Жундрик  
zhundrikov@infraone.ru

Екатерина Якунина  
yakunina@infraone.ru

## Weekly #17 2020

# Инвестиции в инфраструктуру: угрожает ли рынку расторжение соглашений?

В начале сентября 2020 года ожидается расторжение концессии по созданию и эксплуатации системы переработки и утилизации ТБО в Челябинской области стоимостью 3,5 млрд руб., о котором было объявлено еще весной. Кроме того, на грани расторжения находятся еще как минимум три соглашения с общим объемом инвестиций свыше 8 млрд руб.

Связано ли это с экономическим кризисом? В каких сферах больше всего расторгнутых соглашений? Много ли это для рынка и как обстоят дела с подобной процедурой в других странах?

- По нашей оценке, в сегменте проектов дороже 100 млн руб. за время существования рынка расторгнуто порядка десяти концессионных соглашений на общую сумму около 34 млрд руб. Это 2,4% от числа концессий в сегменте и порядка 1,6% от общего объема инвестиций.
- Большая часть расторгнутых соглашений относится к социальной и коммунальной сферам и реализуется на региональном или муниципальном уровнях. Количество расторжений зависит от числа реализуемых в отрасли проектов и их капиталоемкости, а также опыта концедента. Поэтому в сегменте более мелких проектов (меньше 100 млн руб.) количество расторгнутых соглашений, по нашей оценке, может превышать 200 штук, или 6% от их общего числа.
- Основные причины расторжений — пересмотр публичной стороной своих планов или неисполнение обязательств концессионерами из-за внутренних проблем самого проекта либо сыгравших публичных рисков. На наш взгляд, все это можно предотвратить за счет более продуманной и взвешенной подготовки проектов и работы с рисками на самых ранних стадиях.
- Экономический кризис или его последствия пока не становились непосредственным поводом для расторжения соглашений. Поскольку такое решение, как правило, наиболее радикально и ему предшествуют в большинстве случаев успешные попытки сторон изменить условия соглашений.
- Зарубежный опыт показывает, что доля расторжений в России ниже, чем в странах с развитой концессионной и ГЧП-практикой, где этот показатель держится на уровне 4% от общего числа проектов. Каждое новое заключенное и доведенное до финансового закрытия соглашение снижает риски расторжения для предыдущих примерно на 0,03%. По нашей оценке, для сегмента проектов свыше 100 млн руб. на отечественном рынке эта цифра существенно выше и составляет около 0,25%.

**Сфера, «чувствительная» к расторжениям.** По данным министерства экологии Челябинской области, договоренность о расторжении концессионного соглашения по созданию системы переработки и утилизации ТБО в Чишме вступит в силу 1 сентября 2020 года.

Соответствующее соглашение было заключено в мае 2018 года между региональным министерством экологии и «Управлением отходами», успешно реализующим похожий проект на территории Магнитогорского кластера. Объем запланированных инвестиций должен был превысить 3,5 млрд руб., а срок концессии составлял 25 лет.

В конце апреля 2020 года власти региона заявили, что соглашение расторгнут по обоюдному согласию инвестора и публичной стороны. Власти региона посчитали, что проект с ранее утвержденными параметрами после запуска реформы по обращению с отходами уже устарел.

Вместе с тем расторгнуть концессионное соглашение без взаимного согласия не всегда бывает легко.

Так, например, концессию по строительству и эксплуатации двух мусороперерабатывающих заводов в Новосибирской области подписали еще летом 2016 года сроком на 40 лет. Позднее новые власти региона обнаружили в проекте высокий риск недозагрузки мощностей и, как следствие, необходимость компенсации недополученных доходов концессионера из бюджета, высокие тарифы и возможность нанесения вреда окружающей среде.

Власти области решили расторгнуть соглашение, но это грозило им финансовыми санкциями в размере 300 млн руб. Поэтому они сосредоточились на изменении параметров проекта.

В 2018 году власти собирались уменьшить срок реализации до 25 лет, а размер инвестиций — до 4,3 млрд руб. Но сделать это не удалось, и проект до сих пор находится фактически в «замороженном» состоянии. В июле 2020 года власти региона заявили, что подбирают новый участок для строительства комплексов, однако сослались на то, что реализацию этих планов сдержала пандемия.

По нашей оценке, проекты в сфере ТБО наименее устойчивы в условиях кризиса ввиду чувствительности этой темы для общества и распространенности в отрасли серых схем. Вместе с тем даже неудачи в этой сфере показывают, что сам по себе инструмент концессии может успешно защищать интересы сторон, участвующих в проекте.

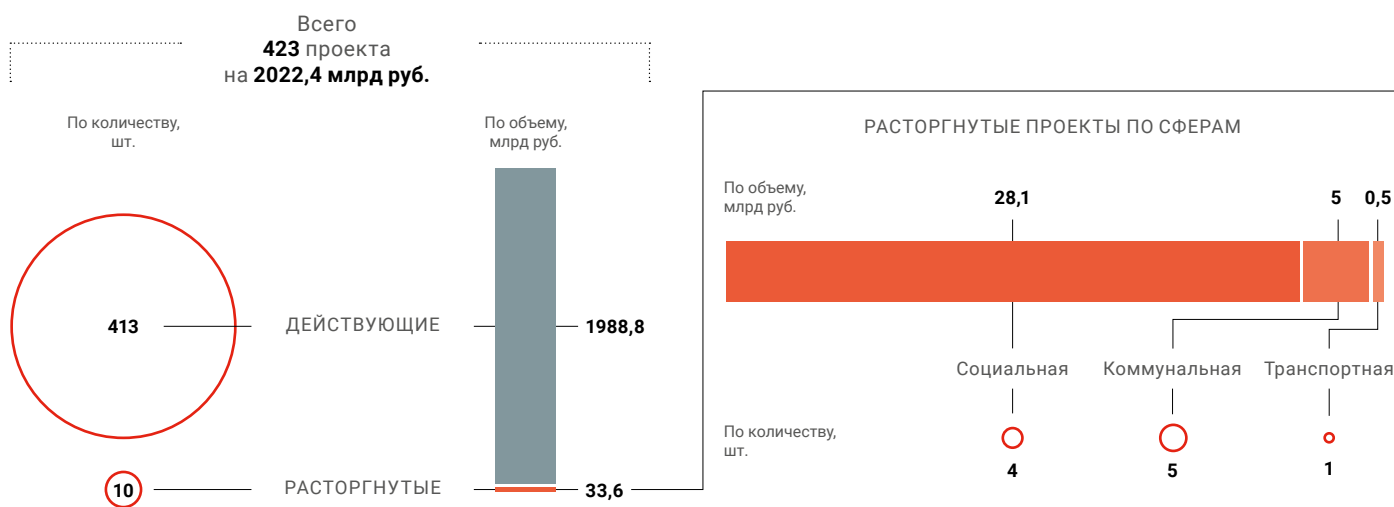
**«Рынок» расторгнутых соглашений.** По нашей оценке, с начала действия инструмента концессии в сегменте проектов дороже 100 млн руб. зафиксировано не менее десятка расторгнутых соглашений на общую сумму около 34 млрд руб. Это примерно 2,4% от общего количества заключенных соглашений и 1,6% от их объема. Еще по меньшей мере четыре концессионных соглашения на общую сумму более 11 млрд руб. находятся на грани расторжения.

Рекордным по сумме инвестиций остается проект по строительству дворца водных видов спорта и аквапарка в Саратове. В создание этих объектов планировали вложить до 30 млрд руб. К этому же проекту относятся единственные дефолты по концессионным облигациям: в 2016 году концессионер — Тверская концессионная компания — разместил выпуск бондов на 8,5 млрд руб., но выплаты купонов по ним в 2017, 2018, 2019 и 2020 годах не состоялись.

*Подробнее о том, реализация каких концессионных и ГЧП-проектов наиболее затруднена в условиях нынешнего экономического кризиса, читайте в аналитическом обзоре [«Рейтинг устойчивости инфраструктурных проектов»](#).*

### Рисунок 1. Доля расторжений концессионных проектов в России

Учитывались соглашения в рамках 115-ФЗ с объемом инвестиций более 100 млн руб., заключенные до 1 июля 2020 года.



Источник: анализ и расчеты InfraOne Research

Сам инвестор так и не приступил к выполнению условий соглашения: в частности, не заключил договор аренды с региональным министерством спорта, что и послужило поводом для досрочного прекращения соглашения.

Среди расторгнутых соглашений в сегменте дорожке 100 млн руб. лишь одно относится к транспортной сфере, но и то в некоторой степени условно – строительство надземных многоуровневых парковок в Ижевске. Остальные расторжения произошли в социальной или коммунальной инфраструктуре (см. рисунок 1). Мы связываем это с тем, что, во-первых, проектов в этих сферах больше, а во-вторых, они реализуются на муниципальном или региональном уровне, где концедентам и привлеченным инвесторам может не хватать опыта.

Соглашения в транспортной сфере, как правило, прорабатываются глубже – на муниципальном уровне их очень мало, а региональные зачастую курируют федеральные структуры (Минтранс, ГК «Автодор» и т.д.).

Доля коммунальной и социальной сфер увеличивается в сегменте проектов дешевле 100 млн руб., и вместе с тем растет доля расторжений: общее число последних с момента принятия закона о концессионных соглашениях может превышать 180–200 штук (при количестве проектов на рынке около 3 тыс.).

В среднем между заключением соглашения и его расторжением проходит от двух до трех лет. Но в некоторых случаях может достигать до пяти-шести лет.

Большая часть заключенных соглашений, подразумевающих строительство новых объектов, а не реконструкцию и параллельную эксплуатацию существующих, расторглась еще до стадии строительства. Примеров расторжения соглашений на стадии активной эксплуатации гринфилд-проектов пока нет.

Почти половина расторгнутых соглашений или соглашений на грани расторжения имела высокие публичные риски, которые в итоге и сыграли. Особенно к ним склонны проекты в сфере ТБО и здравоохранения. Но, на наш взгляд, это не причина для того, чтобы прекратить запускать такие проекты – их реализация по-прежнему возможна, если первостепенное внимание будет уделено работе с потенциальными рисками.

*Подробнее о том, какие еще плюсы есть у концессий и ГЧП перед другими инструментами, читайте в аналитическом обзоре «Инвестиции в инфраструктуру: рынок проектов в кризис».*

Сам по себе экономический кризис еще не стал поводом для расторжения и прекращения действия соглашений на отечественном рынке, поскольку этой стадии в большинстве случаев предшествуют успешные попытки сторон договориться об изменении условий. С одной стороны, такие процедуры отнимают время и могут несколько затянуть реализацию проекта (негативное влияние), но, с другой стороны, сохраняют возможность его запуска и порой позволяют достичь более выгодных условий для обеих сторон (позитивное влияние).

Это, на наш взгляд, показывает преимущество инструмента концессии и соглашений о ГЧП перед реализацией проекта в рамках госзаказа, где власти полностью финансируют строительство и могут в любой момент от него отказаться. Кроме того, последний инструмент реализации инфраструктурных проектов в отличие от концессий и ГЧП никак не страхует публичную сторону от риска попасть на недобросовестного исполнителя.

**Таблица 1. Крупнейшие расторгнутые концессионные соглашения**

Проект	Регион	Сфера	Стоимость, млрд руб.	Уровень	СПК	Дата подписания концессии	Дата расторжения	Причина расторжения
Финансирование, строительство и эксплуатация на платной основе дворца водных видов спорта с аквапарком	Саратовская область	Социальная	27	Региональный	Тверская концессионная компания	25.04.2016	12.12.2017	Согласно постановлению суда, концессионером были существенно нарушены условия концессионного соглашения, выразившиеся в незаконном приостановлении исполнения обязательств по концессионному соглашению без согласия концедента
Создание муниципальной системы переработки и утилизации ТБО в Нижнем Тагиле	Свердловская область	Коммунальная	1,02	Муниципальный	«РТ-НЭО Нижний Тагил»	20.04.2015	01.02.2018	Неисполнение условий соглашения концессионером, в том числе обязательств по вводу в эксплуатацию объекта концессионного соглашения
Строительство и эксплуатация физкультурно-оздоровительного комплекса в Сормовском районе Нижнего Новгорода	Нижегородская область	Социальная	0,72	Региональный	«Регион-НН»	05.06.2014	14.08.2018	Концессионер не возражал против расторжения соглашения в судебном порядке по инициативе концедента ввиду невыполнения им обязательств по соглашению
Строительство и эксплуатация многоуровневых стоянок автотранспортных средств в Ижевске	Удмуртия	Транспортная	0,52	Муниципальный	«Квартал»	26.12.2013	07.02.2018	На досрочном расторжении концессионного соглашения настаивал концедент, так как объект не был построен в установленный соглашением срок
Строительство и эксплуатация объектов по производству, передаче и распределению тепловой энергии потребителям Балтийска	Калининградская область	Коммунальная	0,4	Муниципальный	Управляющая Компания «ГазЭнергоСтрой – Балтия»	18.05.2017	07.08.2019	Согласно решению суда, концессионер существенно нарушил условия концессионного соглашения с администрацией (концедентом): не выполнил надлежащим образом работы по разработке проекта и схемы теплоснабжения, нарушил сроки строительства и ввода в эксплуатацию котельной

Источник: данные госорганов, сайта арбитражных дел, СМИ, анализ InfraOne Research

**Таблица 2. Близкие к расторжению концессионные соглашения дороже 100 млн руб.**

Проект	Регион	Сфера	Стоимость, млрд руб.	Уровень	СПК	Дата подписания концессии	Причина расторжения
Строительство двух мусороперерабатывающих заводов для обработки, обезвреживания и захоронения ТКО	Новосибирская область	Коммунальная	6,5	Региональный	«Экология-Новосибирск»	22.07.2016	Власти региона инициировали расторжение, однако потом решили изменить параметры будущего проекта и подобрать новое место для его реализации
Создание и эксплуатация межмуниципальной системы коммунальной инфраструктуры на территории Челябинской области (Челябинский кластер)	Челябинская область	Коммунальная	3,5	Региональный	«Управление отходами»	21.05.2018	Власти региона и компания договорились о расторжении соглашения, после чего будет проведен новый конкурс на реализацию проекта в другом месте и с другими параметрами
Строительство и эксплуатация лечебного корпуса со стационарным отделением скорой медицинской помощи в Ульяновске	Ульяновская область	Социальная	1,3	Региональный	«Феникс Девелопмент»	14.08.2017	Инвестор так и не приступил к строительству лечебного корпуса. Представителям концедента удалось расторгнуть договор аренды на земельный участок, подписанный с концессионером, что делает невозможным дальнейшую реализацию проекта
Реконструкция объектов теплоснабжения Сарпула	Удмуртия	Коммунальная	0,5	Муниципальный	Губахинская энергетическая компания	28.06.2019	Власти города считают, что концессионер не исполняет свои обязательства, и планируют расторгнуть соглашение через суд

Источник: данные госорганов, сайта арбитражных дел, СМИ, анализ InfraOne Research

**Зарубежный опыт расторжений.** В 2017 году Всемирный Банк проанализировал международный опыт в сфере инфраструктурных ГЧП-проектов и частоту расторжения соглашений в этой сфере. Базой исследования стали 5,5 тыс. проектов, из них 3,4 тыс. прошли финансовое закрытие до 2011 года.

В среднем процедура расторжения затронула около 6% соглашений, а средний срок от момента подписания до их разрыва составлял почти 6 лет. Доля расторжений была предсказуемо высокой в странах с низкой активностью в сфере ГЧП и в некоторых случаях могла достигать 22%.

Меньше всего расторжений было характерно для энергетического сектора (3,2% от количества соглашений), тогда как в транспортном и коммунальном их доля была вдвое выше: 6,9% и 7,4% соответственно. Расторжения в новых проектах («гринфилдах») происходили реже (4,3%), чем в «браунфилдах» (7,1%). Мы объясняем это тем, что проекты «с нуля» более «подвижны» и готовы к изменениям своих параметров без ущерба собственной экономике, чем проекты по реконструкции инфраструктуры для ее дальнейшей эксплуатации.

Результаты исследования также показали, что количество и частота расторжений обусловлены опытом страны в сфере государственно-частного партнерства, а также их социально-экономической и законодательной средой. Чем чаще заключались подобные сделки и происходило финансовое закрытие, тем ниже была вероятность, что реализацию проекта прекратят досрочно. По данным Всемирного банка, каждое новое соглашение снижало вероятность расторжения последующих почти на 0,03%. По нашей оценке, для отечественного рынка проектов дороже 100 млн руб. это значение заметно выше и достигает почти 0,25%.

В странах с уже наработанным опытом ГЧП во всех сферах, по данным Всемирного банка, доля расторжений остановилась примерно на 4%. В странах с меньшим опытом расторжение соглашений приводило к суммарному убытку в размере \$1,5 млрд ежегодно, которые можно было бы сэкономить при своевременной поддержке проектов.

**Таблица 3. Причины досрочного расторжения ГЧП-соглашений и способы компенсации**

Кто виноват в расторжении	Причина расторжения	Кому полагается компенсация
<b>Частная сторона</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Задержка и незавершение строительства;</li> <li>• постоянное недостижение нормативных значений по характеристикам, предусмотренным договором;</li> <li>• неплатежеспособность проектной компании.</li> </ul>	<p>Компенсации в этом случае полагаются публичной стороне и кредиторам, участвующим в проекте. Кредиторам обычно дается право вмешиваться, чтобы они могли решить проблему неэффективного подрядчика. Расторжение договора происходит только в том случае, если им не удастся этого добиться или они не хотят этого делать.</p> <p>Компенсироваться может:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• полная задолженность или ее часть;</li> <li>• остаточная балансовая стоимость активов;</li> <li>• чистая приведенная стоимость будущих денежных потоков (за вычетом затрат на устранение проблем);</li> <li>• расходы на проведение повторного конкурса (с учетом возможных трудностей с поиском бюджетных средств при условии неожиданного расторжения).</li> </ul>
<b>Публичная сторона</b>	Публичный партнер не справляется с обязательствами со своей стороны	Обычно соглашение гарантирует, что частная сторона не останется в убытке, если публичная сторона решит не выполнять свои обязательства. Выплаты частной стороне при расторжении соглашения в этом случае часто устанавливаются равными стоимости долга и могут включать упущенную будущую прибыль.
<b>Общественные интересы</b>	Законодательства о ГЧП ряда стран разрешают заказчику расторгнуть договор по причинам общественного недовольства проектом	<p>Такое расторжение может использоваться в случае добровольного неисполнения обязательств публичной стороной, которая хочет расторгнуть договор без более глубоких экономических поводов для этого. Но в такой ситуации бремя компенсации падает на нее.</p> <p>Общественность выступает третьей стороной при реализации проектов, формально не участвуя в их реализации.</p>
<b>Длительные форс-мажорные обстоятельства</b>	Катаклизмы, катастрофы, военные действия и другие ситуации чрезвычайного характера, определенные в контракте и не подлежащие страхованию	<p>Компенсация зависит от интерпретации условий соглашения и характера чрезвычайной ситуации и может ложиться бременем как на частную сторону, так и на государство.</p> <p>Власти государств или территорий могут не очень охотно идти на признание обстоятельств форс-мажорными, и для этого может понадобиться судебное решение.</p>

Источник: данные PPP Knowledge Lab Всемирного Банка, анализ InfraOne Research

### **Аргентина, дефолт и коммунальные концессии**

*В 1990-х годах Аргентина начала реализацию программы заключения концессий по строительству и эксплуатации объектов водоснабжения и водоотведения. Заключенные с частными операторами соглашения затронули муниципалитеты, в которых проживало порядка 60% населения страны.*

*Наиболее крупной стала концессия по строительству, реконструкции и эксплуатации систем водоснабжения и канализации для Буэнос-Айреса. Соглашение подписали в 1993 году с консорциумом, который возглавляла французская Suez. Оно было рассчитано на 30 лет, а объем инвестиций в первые пять лет должен был превысить \$1 млрд.*

*Реализация проекта позволила повысить производительность коммунальных систем Буэнос-Айреса почти втрое, улучшить их надежность, увеличить охват населения услугами и снизить цены. Исполнитель утверждал, что расширил доступ к водоснабжению для двух миллионов пользователей, а к канализации — для одного миллиона.*

*В 2001 году аргентинский экономический кризис и масштабный дефолт по обязательствам государства сорвали дальнейшие планы по развитию коммунальной инфраструктуры в наиболее бедных районах. Власти Аргентины заморозили тарифы на коммунальные услуги, что привело к пересмотру условий по многим соглашениям, а в случае с концессией в Буэнос-Айресе — к ее расторжению (действие соглашения прекратили в 2006 году).*

*Впрочем, даже такой неблагоприятный исход не оставил концессионера без компенсации. Спустя 12 лет при содействии Международного центра по урегулированию инвестиционных споров (ICSID) при Всемирном банке ему удалось добиться через суд возмещения в размере €220 млн.*

## ОГОВОРКА

Обзор подготовлен InfraOne Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraOne, и публикуется в целях информирования участников рынка и других заинтересованных лиц о наиболее актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций.

Приведенные выводы, экспертные оценки и прогнозы, если не указано иное, отражают позицию аналитиков InfraOne Research, а не профильных подразделений компании, не претендуют на полноту анализа той или иной отрасли, проекта или финансового инструмента и актуальны по состоянию на дату публикации.

Авторы не несут ответственность за точность и актуальность данных, оценок и прогнозов. Обзор не может служить основанием для принятия каких-либо инвестиционных решений, не является рекламой или офертой, а публикуется исключительно в информационных целях.

## ОБ INFRAONE

Инвестиционная компания InfraOne («Первая инфраструктурная компания») специализируется на прямых инвестициях в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraOne представляют инвестиции в проекты, структурированные через ГЧП, концессии, проектное финансирование. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

## ОБ INFRAONE RESEARCH

InfraOne Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraOne. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных отраслях инфраструктуры. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Материалы InfraOne Research распространяются на ключевых деловых форумах страны – Петербургском международном экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Российской неделе ГЧП» и других.

**Подписаться на аналитические отчеты InfraOne Research можно на сайте [infraone.ru](http://infraone.ru)**