

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ  
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

Научные труды № 22Р

**Эндрю Добсон**

**ДОЛГ И ИНВЕСТИЦИИ  
ДЛЯ СУБЪЕКТОВ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Апрель  
2000 года

## **Институт экономики переходного периода**

Основан в 1992 г.

Учредитель: Академия народного хозяйства при  
Правительстве РФ

ISBN 5-93255-023-6

Лицензия на издательскую деятельность № ЛР 021018  
от 09 ноября 1995 г.

103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229–6413, FAX (095) 203–8816

**E-MAIL** – root@iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

Институт экономики переходного периода

© **Институт экономики переходного периода, 2000.**

## ОТ АВТОРА

Предлагаемая на суд читателя книга была создана в ходе реализации проекта фонда *Know How* (Великобритания) в рамках программы технического содействия. Материалы, представленные в книге, отражают точку зрения автора и не могут рассматриваться как позиция фонда *Know How*.

Настоящая книга была подготовлена по результатам работы, проведенной главным образом в Санкт-Петербурге (хотя и не только в этом городе) в сотрудничестве с другими международными организациями в рамках проектов EBRD's Creditworthiness Enhancement Programme, IBRD's Strategic Plan and City Centre Rehabilitation programmes, КНФ's accounting and financial information project.

Книга адресована прежде всего региональным органам власти Российской Федерации, и сфера ее применимости не ограничивается только Санкт-Петербургом.

Пониманию специфики российской ситуации способствовали контакты или участие автора в работе по реализации в России других проектов, таких, как региональный финансовый проект в рамках программы технического содействия МБРР (RFTAP), программа МБРР по управлению расходами в проекте CSIP (в Новосибирской и Ростовской областях, совместно с германской фирмой GTZ), проект USAID по фискальным отношениям в семи субъектах Российской Федерации (совместно с группой экспертов Государственного университета Грузии), региональный финансовый проект КНФ в Пермской области и Алтайском крае (совместно с Институтом экономических проблем переходного периода и английской фирмой Pannel Kerr Foster), мониторинг в рамках проекта TACIS (совместно с EA Ratings). Весьма полезным оказалось участие и в других проектах, финансируемых другими организациями, — их полный перечень занимает семнадцать страниц. Невозмож-

но даже попытаться перечислить всех тех людей, кому автор признателен за помощь в работе, поскольку упомянуть одних значило бы забыть о других.

Работа автора в значительной мере зависела от конструктивного и внимательного отношения российских коллег. Что касается организаций, с которыми довелось сотрудничать при подготовке настоящей книги, то, выражая им свою огромную признательность, автор хотел бы особенно отметить Комитет по финансам Санкт-Петербурга, а также Министерство финансов Российской Федерации в качестве основных партнеров, обеспечивших базис настоящего исследования.

Особую благодарность автор выражает Институту экономических проблем переходного периода за помощь в издании настоящей книги, а также Анастасии Науменко и Евгении Антоновой — за непростую кропотливую работу по переводу и редактированию текста книги.

Эндрю Добсон,  
27 апреля 2000 г.

## Содержание

|  |           |
|--|-----------|
| <b>ОСНОВНЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОЛИТИКЕ .....</b>                               | <b>7</b>  |
| <b>ВВЕДЕНИЕ И ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ.....</b>                                       | <b>10</b> |
| <b>КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ И ВЫВОДЫ .....</b>                                      | <b>16</b> |
| Краткий обзор международной «Лучшей практики»<br>в управлении бюджетом ..... | 16        |
| Долг в Российской Федерации .....  | 18        |
| Инвестиции в Субъектах Российской Федерации.....                             | 21        |
| <b>ЗАПАДНЫЙ «ОБРАЗЕЦ».....</b>   | <b>24</b> |
| Роль «Лучшей практики».....  | 25        |
| Бюджет в целом .....   | 29        |
| Долг и инвестиции.....   | 31        |
| <b>РОССИЙСКАЯ ДЕЙСТВИТЕЛЬНОСТЬ .....</b>                                     | <b>46</b> |
| Бюджет и отчетность.....   | 46        |
| Долг .....   | 52        |
| Фактическое положение дел в сфере инвестиций и<br>финансирования.....        | 56        |
| <b>СХЕМА ЗАЕМНОГО И<br/>ИНВЕСТИЦИОННОГО ЦИКЛА .....</b>                      | <b>66</b> |
| <b>ЗАЕМНЫЙ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЦИКЛ .....</b>                                   | <b>67</b> |
| <b>КОММЕНТАРИИ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО<br/>УПРАВЛЕНИЮ ДОЛГОМ .....</b>              | <b>76</b> |
| Роль модели планирования.....  | 77        |
| А. Определение всех обязательств,<br>их объема и сроков .....                | 79        |
| Б. Определение способа выполнения обязательств .....                         | 84        |
| В: Идентификация рисков долга .....  | 85        |
| Другие риски .....   | 90        |

|   |            |
|---|------------|
| Г: Выбор новых инструментов заимствования.....                            | 92         |
| Д. Будущая долговая емкость.....  | 97         |
| Значение «портфельного» подхода<br>к долговым решениям .....              | 97         |
| <b>ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЛАН И ПРОЦЕСС .....</b>                                | <b>103</b> |
| <b>    КОНКРЕТНЫЕ ЗАДАЧИ И ТЕХНИЧЕСКАЯ<br/>    ПОМОЩЬ .....</b>           | <b>103</b> |
| 1. Бюджет и процесс финансового планирования.....                         | 103        |
| 2. Инвестиционная стратегия и политика .....                              | 104        |
| 3. Оценка проектов .....  | 107        |
| 4. Отбор инвестиционных проектов .....                                    | 109        |
| 5. Внедрение.....   | 111        |
| 6. Последующий анализ.....  | 112        |
| 7. Содействие инвестициям .....   | 113        |
| 8. Финансирование .....   | 115        |
| <b>    МОДЕЛЬ ОТБОРА ИНВЕСТИЦИЙ<br/>    ПО РАЗЛИЧНЫМ КАТЕГОРИЯМ .....</b> | <b>117</b> |
| Стратегия выбора между различными<br>категориями инвестиций.....          | 120        |
| Результаты предлагаемого подхода.....                                     | 122        |
| <b>    СТИМУЛИРОВАНИЕ ВНЕБЮДЖЕТНЫХ<br/>    ИНВЕСТИЦИЙ .....</b>           | <b>126</b> |
| Гарантии .....  | 126        |
| Внебюджетные внебиржевые структуры.....                                   | 131        |
| <b>ПЛАН ПО ДОЛГУ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЛАН .....</b>                          | <b>136</b> |
| <b>    ПОЯСНЕНИЯ К ЭЛЕКТРОННОЙ ТАБЛИЦЕ .....</b>                          | <b>136</b> |
| Сводные таблицы .....   | 136        |
| План по долгу.....  | 137        |
| Инвестиционный компонент .....  | 138        |
| Основные задачи модели .....  | 139        |
| <b>ПРИЛОЖЕНИЕ .....</b>   | <b>141</b> |

## ОСНОВНЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОЛИТИКЕ

- Законодательные и дополнительные стандарты

⇒ Эффективное управление требует более высоких стандартов, чем те, что установлены законодательством на минимальном уровне, причем в дополнение к ним, а не вместо них («Лучшая практика»).

- Бюджет

Эффективное управление долгом и инвестициями требует:

⇒ консолидации всех данных по стоимости и обязательствам бюджета в консолидированной бюджетной и управленческой отчетности (в РФ в настоящее время зачастую неполной);

⇒ использования учета по методу соответствия, а не только в кассовом формате;

⇒ подготовки интегрированного многолетнего финансового плана как части бюджетного цикла, с включением всех текущих потоков, долга и инвестиций, на весь срок действия долговых и инвестиционных обязательств;

⇒ казначейского исполнения бюджета для улучшения взаимосвязи между операциями и учетом; для централизации управления долгом и сверки потоковых данных с балансовыми.

- Долг

⇒ Весь объем обслуживания долга (выплата процентов и погашение основной суммы) должен покрываться за счет текущих доходов на момент платежа; если это невозможно, то не следует привлекать заемные средства;

⇒ обслуживание долга не должно зависеть от рефинансирования или продажи активов;

⇒ необходим детальный план по долгу (привлечение новых займов, стоимость, погашение как часть интегриро-

ванного финансового плана с четкой централизованной ответственностью за все обязательства бюджета;

- ⇒ управление долгом, его использованием на инвестиционные цели, погашением за счет текущих потоков и связанным с долгом нормативными соотношениями бюджета должно осуществляться централизованным образом и на портфельной основе (из расчета годовых объемов), а не по отдельным операциям;
- ⇒ дорогие, краткосрочные, высокорисковые заемные средства не имеют большой ценности; основными задачами региональных заимствований должно стать удлинение сроков погашения и определенность стоимости;
- ⇒ пока не будет стабильной юридической и экономической среды и соответствующих инструментов хеджирования, рисками лучше всего управлять с помощью диверсификации.

- Инвестиции

- ⇒ Инфраструктура дезинтегрирована; и без того ограниченные ресурсы могут быть растрочены впустую при отсутствии координированной инвестиционной стратегии и инвестиционного компонента интегрированного финансового плана с обозначением приоритетов для всех компонентов бюджета;
- ⇒ Отбор и финансирование инвестиционных проектов, как и планирование обслуживания долга следует осуществлять на портфельной основе, а не по отдельным операциям (за исключением проектов, по которым бюджет не несет ответственности);
- ⇒ Распределение инвестиций согласно социальным, экономическим и коммерческим целям может быть политически обосновано и открыто; распределение инвестиций в рамках каждой из категорий должно осуществляться на основании согласованных объективных приоритетов, критериев и тестов;

- ⇒ Социальные проекты могут быть осуществлены только за счет государственных бюджетных средств, в то время как коммерческие проекты могут финансироваться за счет частного капитала. Коммерческие проекты не должны поглощать все финансовые возможности бюджета (в большинстве стран доля участия бюджетных средств в коммерческих проектах очень низкая);
- ⇒ Создание среды, способствующей привлечению частного капитала в инфраструктурные проекты, является одним из основных путей высвобождения бюджетных средств для последующего их направления на необходимые социальные инвестиционные потребности.

## **ВВЕДЕНИЕ И ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ**

В данной работе рассматриваются проблемы, связанные с долгом и инвестициями в контексте бюджетов субъектов Российской Федерации.

Для этого рассматриваются зарекомендовавшие себя наилучшим образом методы мировой практики («Лучшая практика»), специфические условия РФ в текущий переходный период. Далее предлагаются способы и практические инструменты, предназначенные для обеспечения реальной поддержки в российских условиях.

В данной книге намеренно не проводится статистический анализ долговой и инвестиционной активности российских регионов: личный опыт работы автора в России подсказывает, что доступные в настоящее время сведения по этим вопросам зачастую ненадежны и противоречивы. В отсутствие глобальных исследований и проверки правильности имеющихся данных попытки их использования могли бы привести, скорее, к спорам о точности данных, что снизило бы остроту рассмотрения основных проблем.

Инвестиционная стратегия — каковы должны быть приоритеты, как отбирать индивидуальные проекты, как финансировать инвестиции, и как удостовериться, что сделанное способствует получению реальных преимуществ — является одной из важнейших проблем, стоящих перед региональными, муниципальными и местными органами власти Российской Федерации в настоящее время. Если инвестиционный процесс не удастся «взбодрить», то инфраструктура продолжит разрушаться, а возможности обеспечения непрерывности предоставления текущих муниципальных услуг будут катастрофически снижаться.

Очень тяжелые бюджетные условия фактически не оставляют никаких излишков для инвестирования профицита текущих доходов за вычетом текущих расходов; рынки капитала

доступны только изредка при очень высокой, непредсказуемой и переменной стоимости — и даже в этих условиях только на очень короткие сроки (в рублях — почти всегда менее чем на два года, а часто и менее чем на шесть месяцев; на более длинный срок только в случае принятия нехеджированного валютного риска).

Наличие инвестиционных фондов было неустойчивым: либо критический дефицит (наиболее характерное положение для большинства субъектов Российской Федерации, зависящих от текущих доходов, которых не хватало для покрытия даже обязательных или политически важных текущих расходов), либо критический профицит (когда рынки капитала были «открыты», когда удачливые заемщики стремились срочно найти варианты быстрого использования средств, привлеченных в виде краткосрочных или высокорисковых обязательств). В то же время говорилось и было известно, что федеральные трансферты не надежны и что инвестиционные проекты, принятые в расчете на эти трансферты, зачастую приходилось либо приостанавливать (что вообще является разбазариванием ресурсов), либо заканчивать за счет средств региональных бюджетов, которые не могут себе это позволить.

Решения по заимствованиям зачастую были конъюнктурными и не всегда хорошо обоснованными; заемные средства привлекались, когда они были доступны, по политическим основаниям или для покрытия текущих расходов либо даже прошлых задолженностей, а не только на инвестиционные цели. Даже в случае привлечения средств на инвестиционные цели, решения зачастую принимались на основании доступности средств, а не наличия сильных инвестиций. В очень многих случаях субъекты обнаружили, что они не в состоянии обслуживать свой внешний или внутренний долг в соответствии с исходным графиком.

Западная «помощь» тоже не всегда помогала. Ссудодатели в 1996–1997 годах были готовы (а в 1998–1999 годах не готовы) предоставить средства независимо от качества управления

и уровня дисциплины администрации заемщика. В связи с этим был значительно дискредитирован принцип необходимости хорошего управления в качестве условия доступа к капиталу, и теперь понадобится время для восстановления веры в этот принцип. Аналогично, в случае предоставления технической помощи международными агентствами не уделялось достаточного внимания государственной инвестиционной деятельности. Если такая помощь и предоставлялась, она зачастую концентрировалась на инвестиционных проектах, обеспечивающих потоки доходов для обслуживания финансирования («коммерческий» банковский подход). Иногда, наоборот, техническая помощь строилась на том принципе, что государственные средства не могут быть использованы для коммерческих проектов. (Что приводило администрации в полное недоумение, так как у них не было излишка доходов для обслуживания долга, если привлеченные средства не вкладывались в проекты, обеспечивающие достаточный уровень доходов). Эти противоречивые подходы, что вполне понятно, вызывали недоумение у реципиентов, поэтому даже самые важные проблемы часто оставались без внимания.

В результате возрастала уверенность федерального правительства в необходимости общего сокращения заемных прав регионов; а в самих регионах происходило добровольное принятие мер типа строгого разделения текущего и капитального бюджета (бюджета развития). Кроме того, среди многих администраций, искренне стремящихся ответственно управлять бюджетом, все больше крепла идея, что все инвестиционные проекты, финансируемые за счет заемных средств, должны быть самокупаемыми, т. е. доходы от проекта должны покрывать обслуживание долга. Эти положения кажутся правильными: они вроде бы (по крайней мере, на первый взгляд) позволяют решить насущные проблемы, как будто гарантируя наличие конкуренции за использование привлеченных средств и как будто обеспечивая наличие средств для покрытия об-

служивания долга без расчета на средства и без того дефицитного бюджета (хотя право регресса на бюджет сохраняется).

Однако, в этих принципах также заложена существенная опасность. В частности, они способствуют концентрации внимания на прямой окупаемости (коммерческой или финансовой) проектов в противоположность косвенной окупаемости (экономические или социальные цели) и к систематическому акцентированию исключительно высокой доходности (и поэтому высокой рисковости) инвестиционных проектов. Западный опыт и убеждения многих западных консультантов, работающих в России, показывают, что участие государственных бюджетных средств в коммерческих или финансовых инвестициях (когда частный капитал мог бы осуществлять те же самые инвестиции без использования бюджетных средств) часто (некоторые считают, что всегда) является расточительством и без того ограниченных инвестиционных ресурсов, вредящим как целостности бюджета, так и экономике в целом. С этой точки зрения, государственные инвестиции должны направляться главным образом на социальные или экономические цели. Обслуживание бюджетных обязательств, с этой точки зрения, должно всегда осуществляться за счет текущих доходов общего бюджета; никогда не следует полагаться исключительно на доходы от одного проекта, рефинансирование или продажу активов.

Дальнейшая дискуссия осложняется недоразумениями. С одной стороны, многие западные консультанты пропагандируют в том или ином варианте некий идеал (описанный здесь как «западный образец», однако не являющийся одинаковым даже в различных государствах Запада — например, скандинавские страны и Франция отличаются большим участием государства в инвестиционных проектах), который основан на совокупном западном опыте; хотя адекватное понимание специфических условий и потребностей РФ на протяжении переходного периода у них отсутствует. С другой стороны, многие российские менеджеры не знакомы с обоснованием западного

образца, а также с возможностями применения, ценностью и значением многих используемых инструментов и технологий. Поскольку *некоторые* российские условия в настоящее время отличаются от западных, возникает тенденция игнорировать западный опыт *в целом*.

Задача этой книги в том, чтобы попробовать избавиться от некоторых из этих недоразумений и предложить:

- аргументированное представление «западного образца» в российских условиях, а также обзор тех аспектов, по которым нынешняя российская действительность действительно отличается от той среды, что используется при обосновании западного образца;
- исследование возможностей применения западного опыта органами власти российских регионов;
- представление способов их использования в виде практических инструментов для работы в российских условиях.

Автор надеется, что этим он сможет помочь российским администрациям в разработке более цельных и успешных вариантов стратегии управления инвестициями и долгом в будущем и в повышении эффективности использования их ограниченных ресурсов.

Что особенно важно, автор убежден, что не существует «единственной модели», основанной на западном опыте, которая должна соответствовать российским условиям, или, что еще хуже, к которой должны быть приспособлены российские условия. Данная работа — это просто попытка объяснить, что работает на Западе и почему, и предложить основные направления адаптации, которые следует попробовать в целях достижения аналогичных результатов в РФ. В конце концов, следует проверить, что будет работать в России, а не в Манчестере, Мангейме или Милуоки.

Данная работа сфокусирована на вопросах долга и инвестиций, а не общего управления бюджетом — хотя в принципе эффективное управление региональными инвестициями и за-

имствованиями возможно только как часть интегрированного бюджетного процесса.

Данная работа также не претендует на детальное объяснение всех основных методов отбора индивидуальных инвестиционных проектов или заемной политики, включая различные методы анализа дисконтированных денежных потоков, методы «оценки» социальных проектов и процедуры для внедрения процесса открытых закупок и контроля за исполнением проектов. По этим вопросам существует множество специальной литературы, а основы их понимания и применения, кажется, уже имеются в тех регионах, где разделяют аналогичный подход. Задача данной книги состоит в том, чтобы разработать структуру и основные рамки применения этих методов и предложить некоторые специфические российские методы и подходы.

В данной книге приводятся ссылки на Реестр и Список литературы по другим известным работам по этой теме, а также на модель финансового планирования для региональных бюджетов того же автора.

## **КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ И ВЫВОДЫ**

### **Краткий обзор международной «Лучшей практики» в управлении бюджетом**

- «Лучшая практика» (называемая также стандартами качества и передовым опытом) представляет собой кодифицированный свод методов, доказавших свою практическую состоятельность в течение длительного времени, по предоставлению услуг получателям. Она основана на практическом опыте и не всегда совпадает с законодательными требованиями. «Лучшая практика» в конечном счете разрабатывается и применяется не теми, кто ее принимает: административные органы способствуют формированию стандартов и объявляют о своем принятии этих стандартов, к ним эти стандарты и применяются — и они же понимают, что приняв эти стандарты, они смогут достичь лучшего понимания с центральным правительством, кредиторами, избирателями и т.д.
- «Лучшая практика» требует, чтобы:
  - ⇒ Субфедеральные бюджеты были всегда сбалансированы (по крайней мере на операционном уровне),
  - ⇒ Все привлеченные средства расходовались только на инвестиционные цели, а не шли на текущие расходы или рефинансирование старых обязательств,
  - ⇒ Весь объем платежей по обслуживанию долга покрывался за счет будущих доходов (а не новых заимствований или ликвидации активов).

В некоторых странах это установлено центральным законодательством (например, в Великобритании, Франции, Германии); в других (США) — аналогичный результат достигается в соответствии с местными законами и принципами «Лучшей практики». Исключения, позволяющие осуществлять в течение года привлечение средств для покрытия кассовых

расходов, включают требование «обнуления» задолженности, для того чтобы не допустить превращения краткосрочного долга в постоянный.

- Долг и инвестиции тесно связаны между собой. Оба процесса подразумевают «накопление» (доходы должны превышать расходы в течение периода): ссудодателем — с тем чтобы иметь средства для кредитования; заемщиком — для того чтобы иметь средства для погашения. Поэтому оба процесса необходимо рассматривать в комплексе. Это особенно трудно в России, где доходы ограничены, потребности в социальных расходах велики, а обычные способы накопления средств (надежные правительственные бумаги, банки, другие сберегательные институты и инструменты) отсутствуют.
- До тех пор пока не появится надежный цикл накопления средств, обеспечивающий фонды, которые можно обслуживать за счет доходов в пределах заданного срока погашения, для регионов вряд ли будет разумным привлекать значительные объемы обязательств. В любом случае, ответственность за долг и инвестиции на уровне региональной администрации должна быть централизована, поскольку и то и другое ложится бременем на один тощий бюджетный кошелек. Для оптимального использования ограниченных ресурсов необходимы отбор приоритетных проектов и самого дешевого и минимально рискованного финансирования, причем все альтернативные варианты должны рассматриваться в момент отбора.
- Администрации распоряжаются деньгами налогоплательщиков и не имеют права на неоправданные риски, не одобренные налогоплательщиками. Опыт российских местных органов управления по привлечению заемных средств (при высокой стоимости средств, коротких сроках погашения, ненадежных рынках рефинансирования, нестабильных процентных ставках и курсах валют) оказался весьма болезненным как для тех, кто осуществлял погашение в

условленные сроки, так и для тех, кто этого не делал. Оба случая подтверждают необходимость внедрения принципов «Лучшей практики» в России.

- Долг, инвестиционные планы и обязательства являются составными частями интегрированного финансового плана, где также должны быть отражены расчетные доходы, расходы, стоимость обслуживания долга и инвестиционные расходы, рассчитываемые на основании определенного набора допущений. Каждая из вышеперечисленных статей может быть изменена по отдельности или в комбинации с другими, что позволяет проводить анализ чувствительности каждой статьи и финансовой позиции в целом в условиях различных сценариев. Это является главным практическим моментом в управлении рисками, а также реальным основанием для определения объема долга, который можно привлечь в данный период, и, следовательно, объема инвестиций.

### **Долг в Российской Федерации**

- Как в России, так и во всем мире заемщик еще до привлечения каких-либо заемных средств должен четко знать, каковы его обязательства и сроки погашения (объемы, условия погашения и т.д. — а также риски, которые могут изменить существующие условия), как он будет использовать привлеченные средства и каким образом погашать.
- Привлекать заемные средства можно только тогда, когда есть уверенность в том, что основную сумму долга и проценты можно обслужить за счет текущих операционных доходов, не рассчитывая на рефинансирование или продажу активов. *Совокупный* объем заимствований в течение каждого года не должен превышать объем новых инвестиций за тот же год, а совокупный объем погашения (то есть, с учетом предполагаемого рефинансирования, а не только чистый) должен покрываться текущими доходами.

- *Это особенно важно в России, где любые расчеты на возможность продажи активов или рефинансирование предыдущих обязательств менее обоснованы, чем где-либо еще.*
- Для этого необходимо иметь основы предварительного финансового планирования, позволяющего идентифицировать все имеющиеся обязательства заемщика, проценты, основные суммы, сроки платежа (а также возможные изменения в случае изменения определенных факторов — инфляции, процентных ставок, курсов валют и т.д.), а также четко определить наличие ресурсов для выполнения платежей в нужный момент. Такое планирование должно быть систематическим и обоснованным, а не эпизодическим и интуитивным.
- Выполнение этих задачи гораздо сложнее в российской действительности, чем в теории и практике на Западе. Требуется постоянная последовательная консолидация всех обязательств бюджета (а для этого необходимо знать все обязательства, за которые несет ответственность бюджет, — по всем департаментам, поручительствам, обязательствам, кредиторской задолженности, изменениям объема обязательств при изменении курса валют и т.д.), — по сути дела, для этого необходима управленческая информация гораздо более высокого уровня, чем отчетность, составляемая в соответствии с действующим законодательством.
- Долг следует рассматривать как средство переноса обязательств по платежу за активы, необходимые сейчас, на будущие предоставляемые услуги — между нынешними налогоплательщиками (когда осуществляются расходы на создание активов) и будущими налогоплательщиками (когда будут получены услуги от созданных активов). До тех пор пока заемные средства, доступные для российских заемщиков, являются краткосрочными (менее трех лет) и имеют высокую стоимость, долг будет иметь ограниченную ценность, и его объем должен быть ограничен (необходимо не только соблюдать лимиты, установленные зако-

нодательством, но также отслеживать соотношение между объемом обслуживания долга и объемом доступных фондов, и соотношение между балансом долга и доходами). Более того, долг должен привлекаться только в том случае, если его стоимость ниже предполагаемого уровня инфляции доходов.

- Очень краткосрочные (менее трех лет) заемные средства, вероятно, не имеют практической пользы в данных условиях. Ни один нормальный инвестиционный проект не может окупиться в такие сроки, особенно с учетом взвешенного риска. Часто называемые «исключения» — инвестиции в финансовые инструменты или перекредитование — неоднократно подтверждали свою рискованность. Даже в тех случаях, когда перекредитованные средства были возвращены и погашены, этот процесс привел к разрушению бизнеса, который предполагалось развить с помощью финансирования. Вообще, если инвестиционный проект обещает высокую окупаемость, но при этом не находит коммерческих инвесторов, это, как правило, означает, что риски неприемлемо высоки.
- В настоящее время управление рисками должно осуществляться в форме диверсификации и тестирования чувствительности, а не в форме сложных технологий управления рисками, основанных на инструментах, отсутствующих пока в Российской Федерации.
- Если администрация выдает гарантии или поручительства на обязательства другой стороны (например, органов управления низшего уровня или коммерческого проекта), это следует рассматривать как долг администрации. Гарантия требуется тогда, когда ссудодатель не уверен в платежеспособности исходного заемщика. Можно применять метод портфельной вероятности потерь, если существуют компетентные специалисты и системы.
- Основным доводом в пользу привлечения внешнего долга с соответствующим валютным риском является возможность получения средств на значительно более длительный срок, чем любые возможные местные альтернативы.

## **Инвестиции в Субъектах Российской Федерации**

- Большинству российских регионов катастрофически не хватает доходов даже для покрытия самых насущных текущих расходов; инвестиционные расходы на создание активов, которые начнут работать в будущем, были значительно урезаны. Имеющиеся доходы или источники заемного финансирования необходимо использовать с максимальным эффектом. Если имеются другие источники капитала или финансирования, их следует привлекать в максимально возможной степени — для достижения стратегических целей предпринимать шаги, направленные на увеличение внебюджетного капитала, привлекаемого в инвестиционные программы.
- Следует разработать и принять в качестве документа *инвестиционную стратегию*, ежегодно обновлять и публиковать ее. В этом документе необходимо определить приоритеты, критерии и имеющиеся средства (утвержденные, потенциальные и перспективные — зависящие от наличия заемных средств); и особенно определить доли инвестиционных расходов, направляемые на социальные (не окупаемые), экономические (косвенно окупаемые) и коммерческие (окупаемые) проекты. Распределение проектов по этим категориям может быть политическим, но распределение проектов внутри каждой категории должно быть конкурентным, научно обоснованным и прозрачным.
- Следует разработать и принять документ по *инвестиционному процессу*, определяющий перечень конкретных мер и ответственных лиц по каждому пункту.
- Необходимо подготовить *инвестиционный план*, охватывающий как каждый проект в деталях, так и все инвестиции в совокупности, объемы и сроки необходимых инвестиций, статус проекта и предполагаемое влияние на будущие доходы и расходы бюджета. План должен охватывать весь объем запланированных расходов на предсто-

ящие годы. В идеале статьи расходов по уже начатым проектам должны быть каким-либо образом «защищены».

- Инвестиционная стратегия и процесс должны также распространяться на поручительства, относящиеся к инвестиционным проектам. Объемы поручительств (с указанием оценки риска и дисконтированной стоимости, если это возможно) и источники покрытия финансирования должны быть отражены в инвестиционном плане.
- Коммерческие инвестиции, осуществленные из бюджетных средств, неоднократно доказывали свою несостоятельность, более того, они часто оказывались вредными как для экономической ситуации на местах, так и для сохранности бюджета. Это не критика органов управления, а признание того объективного факта, что администрация должна учитывать социальные и экономические цели, а не только чисто коммерческие. Именно поэтому государственные органы не могут быть настолько же эффективными, как частные коммерческие организации, базирующиеся на чисто коммерческих критериях.
- Исключительно в российских условиях ограниченный компонент инвестиционных бюджетных средств может быть использован в коммерческих проектах в связи с недостатком частного капитала и отсутствием законодательной и политической базы для коммерческого предоставления услуг и инфраструктуры. Однако даже в этом случае коммерческие проекты должны составлять меньшую часть инвестиционного бюджета, а средства для погашения соответствующих заемных средств должны быть определены заранее.
- В западных странах в тех случаях, когда задачи — и особенно погашение — долга являются потенциально коммерческими (позволяющими получить прямые доходы), обязательства по погашению все чаще и чаще в целом выводятся из бюджета (например, Доходные облигации в США). Администрация может играть определенную роль в продвиже-

нии проекта и иногда в «закупке» услуг от имени граждан (например, в виде предоставления субсидий, — но таким образом, чтобы расходы стали более видимы, что позволило бы улучшить качество принятия решений); но при этом администрация не несет дополнительной ответственности по погашению обязательств по привлеченным средствам.

- Если проект считается «самоокупаемым», то есть должен генерировать поток доходов, достаточный для обслуживания связанного долга, вопрос о «праве обращения» (которое также называется «правом регресса») очень важен.
  - ⇒ Если независимая коммерческая оценка рисков проекта подтверждает, что денежные потоки покроют весь объем финансирования, то частный капитал должен конкурировать за исполнение такого проекта.
  - ⇒ Если частный капитал не конкурирует, это, как правило, означает, что либо произошла недооценка рисков, либо частные инвесторы не верят в справедливость принятия решений.

## **ЗАПАДНЫЙ «ОБРАЗЕЦ»**

Западный опыт базируется на том основополагающем принципе, что задачи регионального правительства и его возможности по сбору налогов определяются эффективностью функционирования служб и предоставления услуг гражданам. Правительства, которые не преуспевают в выполнении этой своей основной цели (или те, деятельность которых кажется избирателям менее успешной по сравнению с их конкурентами в этом же регионе или в других областях), будут в конце концов отстранены от власти или окажутся лицом к лицу с нарастающим сопротивлением налогоплательщиков.

Действия, при которых расходуются средства налогоплательщиков, но не происходит усовершенствования работы муниципальных служб (здесь и далее сокращенно «службы»), или потребляется существенно большее количество денег налогоплательщиков, чем это необходимо, вообще расцениваются как недопустимые. Действия, создающие риск потерять средства налогоплательщиков или израсходовать их для других целей, обычно расцениваются как незаконные.

Прозрачность информации и наличие сопоставимых индикаторов позволяет узнать о совершении таких действий и неэффективности служб избирателям, перед которыми администрация отчитывается в соответствии с демократическим процессом. Администрации, не прошедшие этого испытания, просто не переизбираются, поэтому практически все администрации стараются преуспеть на этом поприще и разрекламировать свой успех как основание для будущего переизбрания.

В этих целях обычно разрабатываются методы проверки эффективности служб, как для внешнего использования (связь с избирателями), так и для внутреннего (чтобы оценить эффективности отдельных департаментов и их управленческих структур). Создается определенное напряжение между избираемыми должностными лицами (которые могут быть сняты из-

бирателями и поэтому непосредственно заинтересованы в улучшении результатов работы по всем параметрам) и назначенными исполнительными должностными лицами, чья деятельность является объектом оценки и которые могут быть сняты с работы избираемыми должностными лицами.

Таким образом, создается «система подчинения», которая должна обеспечивать, чтобы решения на всех уровнях отражали общие интересы электората, а не личные интересы должностных лиц администрации. Ответственность за каждое решение должна быть четко определена персонально; также должны быть определены обязанности и полномочия каждого должностного лица, желательно в таком виде, который позволял бы проводить измерение результатов. Отчеты о деятельности формируются таким образом, чтобы предоставлять абсолютные и сравнительные результаты, видимые и понятные для электората. Этот принцип известен как «отчетность» администрации перед избирателями.

### **Роль «Лучшей практики»**

Функционирование муниципальных служб, обеспечивающее лучшие перспективы их адекватной стоимости для налогоплательщиков в течение длительного времени, как правило, осуществляется путем комбинирования идущих сверху (от центрального правительства) юридических требований в виде законов с указанием штрафов, предусмотренных за их нарушение, а также принятых самостоятельно дополнительных стандартов (Кодекс лучшей практики). Конкретное соотношение между тем, что требуется в соответствии с законодательством, и тем, что описывает «Лучшая практика», изменяется в зависимости от конституциональной и культурной среды.

Как правило, юридические стандарты являются всеобщими требованиями и должны выполняться всеми органами управления, к которым они имеют отношение; стандарты «Лучшей практики» предъявляют более высокие требования и иногда мо-

гут быть выполнены только самыми сильными администрациями.

В странах с сильной централизованной властью или конституционным правом центрального правительства на принятие законов (например, в Великобритании или Франции) большая часть стандартов принимается центральными правительствами или юридическими органами; в странах, где существует федеративное распределение полномочий (Германия или США), большая часть стандартов принимается самостоятельно на субфедеральном уровне.

Независимо от метода и формулировок, в большинстве западных демократических государств имеется много общего в плане стратегий, средств и методов, которые подтвердили свою эффективность в долгосрочной перспективе. Региональные правительства поняли, что их собственным долгосрочным интересам отвечает применение жестких стандартов в виде «Лучшей практики», даже если выполнение этих стандартов не является обязательным требованием центрального законодательства).

Эти методы основаны на эмпирическом опыте, показавшем, что именно работает (и что именно не работает), а не на неких теоретических идеалах. Аспекты «Лучшей практики» имеют широкое распространение на практическом уровне и не привязаны к конкретным типам политической среды.

Преимущества применения «Лучшей практики» различаются по странам, но, как правило, включают следующие аспекты:

- «Лучшая практика» обеспечивает точку отсчета, благодаря которой администрации могут видеть, что работает в других местах, что помогает в принятии решений;
- При наличии общей точки отсчета действующим администрациям становится проще объяснить свои цели и достижения избирателям, что улучшает перспективы их переизбрания;
- Это способствует укреплению позиций местных органов власти и формирует привычку к добровольной уплате

налогов — если люди понимают, на что их налоги потрачены, и верят, что собранные средства используются должным образом, то они с большей охотой будут выполнять свои налоговые обязательства;

- Это также способствует укреплению положения должностных лиц региональных и местных органов власти и помогает решать проблему кадров. Стандарты «Лучшей практики» зачастую составляют часть программы обучения кадров местных органов власти. Приверженность положениям «Лучшей практики» помогает преодолеть цинизм представлений о власти, но эта приверженность должна быть реальной и явной, а не притворной;
- Приверженность администрации «Лучшей практике» часто учитывается потенциальными кредиторами и инвесторами. Администрации, которые не следуют стандартам «Лучшей практики», имеют трудности в доступе к финансовым средствам и зачастую не могут привлечь капиталы в тех же объемах, по той же стоимости или на такие же сроки, как администрации, следующие «Лучшей практике».
- «Не требуемый в соответствии с законодательством» (выступающий дополнением к законодательству) статус «Лучшей практики» тем не менее связан с законодательной сферой в том плане, что использование правил «Лучшей практики» может быть адекватной защитой от обвинений в адрес администрации в небрежности или злом умысле в тех случаях, когда что-то идет не так, как надо. (И наоборот, отказ от применения «Лучшей практики» может привести к выдвижению таких обвинений.)

Другими словами, наиболее жесткое и эффективное регулирование деятельности региональных органов управления и стремление к максимально жесткой финансовой дисциплине часто базируется на собственных интересах региональных правительств и их должностных лиц, а не на приказах из центра. Правила «Лучшей практики» составляются непосредственно теми, кто их применяет, а не вышестоящими законодательными

органами, и контролируются практиками, кредиторами и избирателями, действующими в своих собственных интересах, не меньше, чем вышестоящими органами власти.

В плане инвестиционной деятельности субнациональных органов управления не существует формального международного соглашения по «Лучшей практике», однако существуют достаточно сопоставимые правила, которым следуют наиболее успешные субнациональные органы управления и к которым стремятся остальные.

Ниже представлена попытка описать «западный образец» в наиболее общем виде — что работает лучше всего в большинстве мест в большинстве случаев и считается как бы идеальной моделью, — хотя, конечно, имеются различные варианты и исключения; не все правила совершенны и не все они работают одинаково в разных странах. Исключения только подтверждают правила, и обобщения обычно достаточно верны.

Существуют некоторые важные отличия: Скандинавские страны (а также Франция) имеют более высокую степень правительственного участия в инвестиционных решениях и в коммерческой деятельности, чем англосаксонские или германские страны (хотя Франция и Скандинавия также постепенно отходят от централизации); для Германии характерно прямое государственное участие в банковской системе, что абсолютно недопустимо в США, и так далее.

Тем не менее как динамикой развития, так и мнениями многих академических умов в настоящее время подтверждаются следующие аспекты (для субнациональных, а не для центральных органов управления):

- концентрация на социальной и экономической деятельности (а не на коммерческой) и
- принятие управленческой дисциплины и форм учета и отчетности, максимально приближенных к «Лучшей практике» промышленных и коммерческих предприятий, в отличие от центральных правительств.

В контексте данной работы основное внимание было уделено компонентам финансового управления (в первую очередь, долговым и инвестиционным аспектам) «Лучшей практики» в той степени, в которой они относятся к региональным администрациям. «Лучшей практикой», конечно, охватывает широкий диапазон других дисциплин, но в одной работе практически невозможно описать все темы и разделы.

### **Бюджет в целом**

1. Дефицит бюджета в любом виде обычно не допускается (является незаконным) — особенно в Великобритании, Франции, Германии, и многих штатах США, но не в соответствии с Федеральным законодательством США; дефицит бюджета почти всегда противоречит «Лучшей практике» (как в процессе составления бюджета, так и в процессе его исполнения).
2. Как правило, разделяются «текущий бюджет» и «капитальный бюджет и финансирование», хотя эти два компонента составляют интегрированное целое. Капитальный бюджет касается инвестиционных расходов и заемного финансирования. Обслуживание долга (как процентов, так и валовой основной суммы долга — не только чистой) должно покрываться за счет текущего бюджета.
3. Дефицит текущего бюджета не допускается в любом случае (а привлеченные средства не включаются в текущий бюджет как доходы для покрытия текущего дефицита). Дефицит капитального бюджета приемлем только в том смысле, что привлеченные средства могут использоваться для покрытия инвестиционных расходов.
4. Все данные бюджетной отчетности подлежат контролю и проверке аудитором, независимым от администрации, которая исполняет данный бюджет. Обычно такой аудитор — не частная дорогостоящая аудиторская фирма (стоимость их услуг было бы трудно оплатить за счет средств налогоплательщиков), а некий ревизионный орган, оплачиваемый

по минимальной стоимости центральным правительством или уполномоченный законодательной ветвью власти (в отличие от исполнительной ветви власти, что позволяет обеспечить их независимость и контроль за исполнительной властью).

5. Форматы бюджета в настоящее время меняются, и формат «экономического соответствия во времени» быстро замещает «кассовый» формат как определяющий стандарт учета исполнения бюджета. Бюджеты, текущие планы и отчеты об исполнении бюджета теперь все чаще готовятся на основании учета событий в момент заключения контракта или в момент, когда происходит экономическое событие, определяющее или изменяющее обязательства бюджета, а не в момент прохождения платежа.
6. Этот подход серьезно отличается от прежней практики, когда кассовый метод был более обычным; это также отражает различие между субнациональными и национальными правительствами (где кассовый метод все еще доминирует, как в классификации GFS — Government Financial Statistics). Информация в формате «экономического соответствия» получает признание как менее подверженная манипулированию и более информативная, чем в «кассовом» формате; она все чаще используется в отношениях с избирателями и кредиторами.
7. В соответствии с методом экономического соответствия (в отличие от кассового) задержка оплаты по договорам не изменяет результатов исполнения бюджета, поэтому не возникает стимула для накопления задолженности. Бюджет не может быть «сбалансирован» просто за счет задержки платежей. Это очень важный момент, так как, если региональный или местный орган управления останавливает платежи по счетам, он рано или поздно не сможет привлечь кредиторов, поставщиков, служащих и т.д. Тогда этот орган управления не сможет поддерживать функционирование муниципальных служб и тем самым окажется не спо-

собным выполнять свои основные задачи. [Кассовый метод, используемый до настоящего времени в региональных бюджетах Российской Федерации, не в состоянии распознавать эти моменты и поэтому провоцирует накопление задолженности в целях достижения якобы сбалансированных бюджетов.]

8. Должен существовать подробный список должников и кредиторов (включая все статьи, на которые бюджет имеет право или за которые бюджет несет ответственность); изменения этого баланса должны сверяться методом перекрестной проверки с потоковыми данными в процессе подготовки балансового отчета и подтверждаться аудитором. Должно существовать четкое различие между теми обязательствами, за которые бюджет несет ответственность, и теми, за которые бюджет ответственности не несет; аналогично — для активов, на которые бюджет имеет право и на которые он права не имеет.

### **Долг и инвестиции**

9. «Лучшая практика» позволяет покрывать инвестиционные расходы капитального бюджета за счет заемных средств; однако погашение основной суммы долга и выплата процентов должны осуществляться из текущего бюджета (то есть за счет текущих доходов за вычетом текущих расходов) и никогда не должны зависеть от рефинансирования или продажи активов в будущем (по ценам, которые в настоящее время не известны). «Устойчивое» функционирование коммунальных служб означает, что расходы на эти службы не могут быть урезаны в результате событий на рынках капитала (последние имеют периоды нестабильности, когда может быть трудно привлечь заемные средства или продать активы для рефинансирования долга к погашению).
10. Из этого вытекает, что совокупный (не только чистый) объем новых заимствований должен быть меньше, чем инвестиционные расходы. В целом *все* заимствования должны направ-

ляться на инвестиции, а не на текущие расходы или погашение долгов. В некоторых странах (например, в Великобритании и Франции) этот принцип применяется в индивидуальном порядке, то есть каждое заимствование должно быть привязано к конкретному инвестиционному проекту, а не в совокупности. Однако такой подход может порождать неэффективность. Деньги «взаимозаменяемы» — невозможно отличить один рубль (или доллар) от другого, и часто можно достичь большей эффективности и меньшей стоимости за счет управления долгом в целом как совокупным портфелем.

11. В соответствии с «Лучшей практикой» не допускается зависимость от рефинансирования или продажа основных активов как средства обслуживания или погашения долга. Если доступ к новым заимствованиям невозможен, необходимо сокращать инвестиционную программу (для которой было предусмотрено привлечение заемных средств), а не текущие расходы. В целом это рассматривается как нанесение меньшего урона коммунальным службам (хотя, конечно, высокоприоритетные инвестиционные программы также требуют непрерывного финансирования, чтобы гарантировать возможности функционирования служб в будущем и сохранение уже вложенных средств).
12. Правовые ограничения могут быть различны в зависимости от страны, но обычно политика, направленная против *зависимости* от рефинансирования или продажи активов, не запрещает этого абсолютно, а допускает в соответствующих обстоятельствах (например, если возникает возможность уменьшить стоимость или удлинить сроки погашения с помощью добровольного рефинансирования). Очевидно, что если отдельные заимствования привязаны к конкретным инвестициям, это сделать труднее. *[Предлагаемое новое правило российского Бюджетного кодекса, требующее, чтобы весь долг использовался только на инвестиционные цели, отрицает право на выгодное рефинансирование, если таковое доступно.]*

13. Финансовые инвестиции — использование государственных средств для вложения в финансовые инструменты, включая банковские депозиты, — часто рассматриваются как недопустимые и не входящие в компетенцию местных и региональных органов власти и запрещаются (особенно во Франции и США). Это происходит по целому ряду причин:

⇒ Местные органы власти не имеют мандата на использование средств налогоплательщиков на иные цели, кроме как на функционирование служб. Финансовые ресурсы (налоговые) передаются администрациям на доверительном основании, с тем чтобы эти ресурсы использовались только для обеспечения функционирования служб в интересах населения и их использование было подотчетным избирателям. Налоги не должны использоваться для обогащения сотрудников администрации (сверх их должностных окладов) или для погашения «рискованных долгов», возникающих вследствие принятия рисков, не соответствующих основным обязанностям администраций.

⇒ Опыт показывает, что когда местные органы власти пробовали играть в «финансовые игры», вместо того чтобы обеспечивать работу муниципальных служб, они часто несли огромные потери. Для коммерческой организации с акционерным капиталом такой риск может быть оправданным. Для структур, управляющих средствами налогоплательщиков, — нет. Это создает риски, которые в конечном счете лягут на плечи налогоплательщиков (местные органы власти редко могут управлять такими рисками настолько успешно, чтобы конкурировать с коммерческими фирмами — профессионалами, которые не зависят от социальных и политических факторов и обычно могут себе позволить нанять более грамотный персонал). Уровень зарплаток служащих местных органов власти, приемлемый с точки зрения избирателей, обычно недостаточен для того, чтобы привлечь или удержать высококвалифицированных специалистов, преуспевших в работе с

такими рисками. Если местные органы власти не могут позволить себе нанять необходимых специалистов и не способны правильно оценить риски, то лучшая рекомендация для них — вообще избегать существенных вложений в финансовые риски.

⇒ На практике попытки регулировать финансовые инвестиции с помощью плохо проработанных правил (например, введения лимитов на номинальные инвестиции) привели к обратному результату, а именно, побудили некоторые администрации вложить средства в производные ценные бумаги или другие высоко рискованные финансовые инструменты (в отличие от прямых инвестиций в ценные бумаги). Цель обычно состояла в том, чтобы избежать установленных ограничений и «поиграть» на рынках. Результаты оказались самыми плачевными, — например, в округе *Hammersmith & Fulham* в Великобритании или в *Orange Country* в США. Даже простое размещение средств налогоплательщиков на банковских депозитах в целях получения более высоких процентных ставок иногда оборачивалось серьезными потерями, например, в округе *Highlands & Islands* в Шотландии, где администрация внесла около 20 миллионов фунтов стерлингов в банк *BCCI*, потому что там предложили более высокие процентные ставки (банк, естественно, вскоре обанкротился).

⇒ Финансовые инвестиции могут привести к перекосам в финансовой системе, как, например, в США, где администрациям штатов или муниципалитетам законодательно запрещены реинвестиции долларовых средств (привлеченных по низким, не облагаемым налогами процентным ставкам) в федеральные обязательства с более высокой доходностью (подлежащие налогообложению для большинства инвесторов, но не для администраций штатов) для предотвращения «налогового арбитража».

14. Цели и результаты инвестиций принято разделять на три основных категории (причем в любом проекте часто присут-

ствует не одна категория, а иногда все три). В число этих категорий входят:

⇒ **Коммерческие:** проект генерирует прямые внешние доходы (например, платежи потребителей за отопление, освещение, водоснабжение или другие услуги, автобусные или железнодорожные билеты, плата за проезд через мосты или туннели; арендные или коммунальные платежи, или строительство недвижимости, принадлежащей администрации, в целях последующей продажи или сдачи в аренду с обязательством будущей продажи или сдачи в аренду или без обязательств и т.д.), которых (даже с учетом дисконтирования факторов риска, неопределенности и времени) будет достаточно для обслуживания расходов и капитальных затрат на проект. Эти доходы должны быть доступны для третьих сторон, а не только для администрации.

⇒ **Экономические:** проект генерирует косвенные доходы или обеспечивает внутренние сбережения (например, улучшение инфраструктуры, расширение налогооблагаемой базы, повышение стоимости недвижимости, что опять же ведет к росту налогооблагаемой базы), что позволяет покрыть все или часть капитальных затрат на проект с учетом дисконтирования по рисковому и временным факторам.

⇒ **Социальные:** результаты проекта измеримы только в плане социальных преимуществ для населения.

Хотя теоретически возможно «взвесить» проекты, относящиеся к различным категориям, путем придания денежной стоимости социальным факторам (например, попытки оценить экономические выгоды от улучшения образования или здравоохранения либо от повышения безопасности на дорогах), подобные методы не всегда убедительны, и зачастую их трудно объяснить избирателям. Такое приведение к общему знаменателю может быть полезно при принятии решений относительно приоритетности конкурирующих проектов. На практике баланс между этими

тремя категориями обычно достигается политически, либо в результате осознанного прозрачного процесса, либо пассивно «по умолчанию» (когда «научное» обоснование «подгоняется» под решение, но не является реальной причиной решения).

Определяющим моментом считается то, что основные задачи местных органов власти — социальные; экономические и коммерческие решения могут приниматься только в той мере, в какой они будут способствовать достижению социальных целей — то есть коммерческая деятельность может быть оправдана как средство достижения цели, но не как самоцель.

15. **Коммерческие** проекты — это проекты, генерирующие достаточно прямых внешних доходов (с учетом дисконтирования риска) для погашения всех или части капитальных затрат. Их важная характеристика — то, что каждый такой проект может привлечь частные коммерческие средства по крайней мере для части его исполнения. (Для смешанных проектов коммерческий компонент — это часть капитальных затрат, которая может быть покрыта таким образом.)

Существующая во многих странах тенденция состоит в том, что коммерческий компонент таких проектов в целом следует выводить из зависимости от бюджетного финансирования. Даже субсидируемые службы можно сделать коммерческими, если услуги будут покупаться правительством от имени граждан в целом (чтобы обеспечить бесплатные услуги конечному потребителю) или частично в виде «верхнего предела» оплаты (чтобы обеспечить льготные услуги). Однако такие проекты обычно требуют кредитоспособного правительства (чтобы инвестор, вкладывающий средства в проект, мог быть уверен в получении своей части потока наличности), а также такой структуры проекта, которая реально позволит вывести из бюджета риски обеспечения служб.

Это может принимать различные формы:

- ⇒ приватизация (прямая продажа с ограниченным регулированием в интересах населения); или

- ⇒ некоторая форма государственно-частного партнерства (признание коммерческих интересов частных инвесторов, а также социальных интересов государственного партнера путем составления контракта); или
- ⇒ некоторые специальные структуры типа «доходных облигаций» в США, когда инвесторы принимают на себя финансовые риски проекта без каких-либо гарантий от налоговых органов. Инвестор обычно получает более высокий доход (или свою определенную долю прибыли), в то время как бюджет налогоплательщиков защищен от коммерческих рисков.
16. **Экономические** проекты — это проекты, начальная инвестиционная стоимость которых, как ожидается, окупится для администрации в финансовом плане, но косвенно — через расширение налогооблагаемой базы или другие доходы, доступные только для администрации, а не за счет прямых платежей потребителей. Примеры включают проекты развития инфраструктуры и содействия промышленности, когда рост экономической активности генерирует дополнительные налоговые поступления, достаточные для обслуживания связанной стоимости. Такие доходы могут быть собраны только на бюджетных счетах (налоговые доходы и т.д.), причем их сбор часто происходит довольно медленно — получение экономической прибыли не всегда будет соответствовать во времени обслуживанию связанного долга. Следовательно, осуществление таких инвестиционных проектов зачастую доступно только государственным органам, хотя отдельные компоненты могут финансироваться коммерчески (например, создание инфраструктуры, которая может генерировать прямые доходы). Подобный подход может быть полезен при выборе между конкурирующими проектами с аналогичными характеристиками. Еще один важный момент: чем больше экономической прибыли может быть получено от проекта, тем меньше его часть, которая должна быть оправдана в социальном плане. Однако, поскольку экономическая прибыль

не всегда является достаточно определенной и зависит от методов оценки (в отличие от точного измерения), возникает опасность, что спонсоры и лоббисты проектов могут преувеличивать их преимущества. Органы управления, ресурсы которых ограничены, должны принимать меры против необоснованной растраты ресурсов из-за излишне оптимистических оценок потенциальных проектов.

17. **Социальные** проекты — это проекты, осуществление которых дает прямые преимущества для населения в виде улучшения систем образования, здравоохранения, благосостояния, более безопасных дорог и т.п., а не в виде финансовых доходов. Эти проекты могут вообще не генерировать прямых или косвенных доходов или генерировать их в гораздо меньшем объеме, чем необходимо для обслуживания долга. Они никоим образом не являются «самоокупаемыми». Обоснование использования долга для финансирования социальных проектов определяется прежде всего фактором времени. Социальные активы (основные средства), например, школы или больницы, функционируют в течение многих лет, в то время как их строительство происходит в течение относительно короткого начального периода. Пользователями школы или больницы будут граждане (они же — местные налогоплательщики) в течение всего срока эксплуатации, а не только во время строительства. Использование долга для финансирования строительства означает, что стоимость строительства будет оплачиваться будущими налогоплательщиками по мере погашения долга (то есть в ходе эксплуатации социального актива пользователи и плательщики будут примерно одни и те же). Без привлечения долга полная стоимость строительства придется на налогоплательщиков этого года, которые в будущем могут очень мало пользоваться новым активом.
18. Эта практика еще не является общеупотребительной даже на Западе, и использование частного капитала в коммерческих проектах или коммерческих компонентах экономических или социальных проектов, остается предметом споров. Коммерческие инвестиции, которые также имеют значащий эконо-

мический или социальный компонент, обычно осуществляются администрациями (например, развитие недвижимости в городских центрах или инфраструктурные проекты). Однако, безусловно, существует тенденция к определению и отделению коммерческих компонентов от социальных и экономических и финансированию потенциально коммерческой части капитальных затрат за счет коммерческих источников капитала. В этом случае бюджет несет ответственность только за инвестиционную стоимость экономических и социальных компонентов, что уменьшает объем требуемых бюджетных средств и риски, связанные со средствами налогоплательщиков.

19. Такой подход развился по ряду причин:

⇒ Разделение потенциальных проектов на их компоненты (коммерческие, экономические, социальные) позволяет принимать более четкие и обоснованные решения относительно всех трех компонентов, следовательно, ведет к более жесткой дисциплине принятия и исполнения решений, большей демократии и снижению бюджетных расходов. Сокращение расходов позволяет снизить налоги и получить большее количество голосов на выборах (хотя это и звучит цинично).

⇒ Это создает механизм, с помощью которого правительство может в большей степени вывести коммерческий компонент из бюджета. Это все чаще считается желательным на следующих основаниях:

\* Опыт показывает, что органы управления не слишком хорошо определяют и оценивают коммерческие риски, так как они должны учитывать слишком много других факторов: политических, социальных, благосостояния и т.д. Эти соображения зачастую мешают коммерческому подходу к принятию решений и приводят к плохим коммерческим результатам. Перемещение коммерческого решения относительно того, какая доля затрат может быть оправдана за счет коммерческих

доходов, в конкурентоспособную коммерческую среду, на усмотрение лиц с коммерческими знаниями и опытом, лично заинтересованных в результатах, является более надежным способом оценки того, какой объем затрат проекта может быть покрыт коммерчески и насколько серьезны риски проекта. Оценка коммерческого компонента смешанных экономических или социальных проектов и поиск средств из внебюджетных источников снижает остаточную стоимость, которая должна быть покрыта из средств налогоплательщиков для достижения социальных или экономических целей.

- \* Опыт также показывает, что там, где государственный сектор успешно участвует в коммерческой деятельности, этот успех часто является результатом использования (или злоупотребления) некоммерческих методов конкуренции, например, полномочий на выдачу монопольных лицензий или оказания предпочтения при выборе поставщиков, когда администрация отказывается от конкурентного поиска лучших источников товаров или услуг. Эта стоимость часто неявная, так как подается под видом «дешевле не бывает» (но она от этого не становится менее реальной — население понимает это, когда видит, что аналогичные затраты в соседних регионах значительно ниже, чем у них).
- \* С чисто коммерческой точки зрения, мотивация и дисциплина частного инвестора (который может в зависимости от результата получить или потерять солидный собственный капитал) больше, чем у государственного служащего, зарплата которого обычно не зависит от результата. Обратный вариант, когда государственный служащий извлекает личную выгоду из проекта (но редко что-либо теряет!), избиратели считают недопустимым, что проявляется либо немедленно (когда такой факт раскрывается), либо позже при обнаружении

коррупции (если такой факт не был раскрыт в самом начале).

Таким образом, большинство бюджетных средств направляется на экономические или социальные проекты, и существующая тенденция свидетельствует не в пользу участия в коммерческих проектах. Однако нельзя сказать, что коммерческая деятельность региональных правительств полностью отсутствует.

20. Возможность комбинировать преимущества всех компонентов важна как при отборе проектов, так и при определении источников их финансирования. В идеале комплексные инвестиционные решения можно разбить на их составные части: «*коммерческий*» компонент определяется количественно и финансируется независимо на основании того, какой объем коммерческого капитала может быть поддержан за счет прямых внешних доходов проекта с учетом дисконтирования рисков. *Экономическую* выгоду также можно оценить (с учетом вышеописанных замечаний) и рассматривать как форму косвенно самокупаемых инвестиций, оставляя открытым вопрос относительно того, соответствует ли остаточная стоимость *социальной* выгоде.
21. Полный объем инвестиционных расходов, финансируемых за счет заемных средств, который может выдержать бюджет, должен определяться на основании прогноза текущего бюджета на каждый год, на который приходится погашение долга, — с возможностью последовательного итерационного процесса за счет включения в прогноз ожидаемых прямых и косвенных текущих доходов и снижения стоимости текущих расходов, возникающих в результате исполнения инвестиционных проектов.
22. В результате, можно провести различия между процессами принятия решений при отборе, финансировании и обслуживании долга для отдельных инвестиционных проектов коммерческого типа и общих инвестиционных расходов бюджета.

- ⇒ Для *чисто коммерческих инвестиционных проектов* связь между инвестициями, их финансированием и источником обслуживания долга является очень тесной. В наиболее четкой форме (например, доходные облигации США), не существует права регресса на бюджет для обслуживания долга, и три вышеупомянутых компонента являются полностью взаимозависимыми — проекты могут быть осуществлены в такой форме только в том случае, если они являются полностью самокупаемыми, с учетом дисконтирования, отражающего факторы рисков, а долг и его обслуживание привязаны к конкретному проекту.
- ⇒ Для *общих обязательств бюджета, включая экономические и социальные инвестиции*, можно провести эффективное разделение решений по следующим вопросам:
- i) какие инвестиции предпринять,
  - ii) где и в какой форме привлекать финансовые средства,
  - iii) где найти средства для обслуживания возникшего долга.
- ⇒ Каждый аспект должен управляться на портфельной основе, во взаимосвязи компонентов. Инвестиционные проекты отбираются в соответствии с приоритетами правительства, прежде всего по их социальному или экономическому (не мгновенному) эффекту, а не по коммерческим характеристикам. Обслуживание долга, расчет и контроль долговой емкости ведется в соответствии с общими объемами потоков бюджета, а не в связи с отдельным проектом (за исключением тех случаев, когда администрация полностью переводит риски проекта на инвесторов). При рассмотрении финансовых характеристик окупаемости проекта они учитываются как один из критериев отбора проекта, а не в связи с зависимостью обслуживания индивидуального долга от потоков отдельного проекта. В результате можно оптимизировать каждый компонент независимо друг от друга, вместо того чтобы опираться на параметры отдельных проектов, их «соб-

ственного» финансирования и обслуживания в едином «пакете».

23. Такое разделение инвестиционных решений, решений по финансированию и по источникам обслуживания долга позволяет принимать каждое решение на основании оптимальных характеристик каждого компонента, а не исходить из наличия всех трех взаимосвязанных компонентов. Поэтому можно достичь лучших результатов в каждой категории. В тех странах, где инвестиции и финансирование привязаны друг к другу (например, в Великобритании, где каждое заимствование должно быть привязано к конкретному инвестиционному проекту), это приводит к ограничению возможностей региональных органов управления по выбору собственных инвестиционных проектов и, по сути, к делегированию этих полномочий кредиторам (каковым в Великобритании обычно является само центральное правительство). Это не случайно, поскольку такая увязка долга и инвестиций была частью политики правительства госпожи Тэтчер в целях утверждения прямого контроля над заимствованиями и инвестициями местных органов власти Великобритании. Разделение решений, позволяющее вести отбор инструментов заимствования в целях оптимизации конфигурации рисков и заемной емкости бюджета в целом, а отбор инвестиций — на основании приоритетов правительства, а не кредиторов, систематически ведет к созданию более сильной структуры долга и инвестиций. В этом контексте важно обеспечивать жесткую финансовую дисциплину, а именно:

- ⇒ совокупный объем новых заимствований должен быть меньше, чем совокупный объем инвестиционных расходов;
- ⇒ совокупный объем погашения долга должен покрываться за счет текущих денежных потоков;
- ⇒ общие риски и стоимость должны быть оптимизированы: этого легче достичь в объеме всего портфеля долга, чем при отдельных операциях.

24. Обычно предпочитают долг по «оптимальной стоимости» в местной валюте. Почти все инвестиции, финансируемые за счет заемных средств, несут *некоторые* риски, потому что, как правило, отсутствует прямая взаимосвязь между внешними обязательствами по долгу и конфигурации доходных потоков для его обслуживания. Заимствования в местной валюте с фиксированной процентной ставкой опасны, если процентные ставки (и налоговые сборы) впоследствии падают, с плавающей ставкой — опасны, если растут инфляция и процентные ставки.
25. Достаточно широко распространено мнение, что подверженность средств налогоплательщиков рискам нехеджированных обязательств в иностранной валюте создает недопустимые дополнительные риски. «Хеджированные» заимствования в иностранной валюте при заключении договоров с сильными банками, что, по сути, приводит риски и стоимость заимствований к параметрам, очень близким к аналогичным параметрам заимствований в местной валюте, являются допустимыми, но обычно такие хеджированные заимствования позволяют достичь только самой минимальной экономии по сравнению с прямыми заимствованиями в местной валюте. Субнациональные правительства обычно прибегают к заимствованиям в иностранной валюте только в тех случаях, когда они могут защититься от валютных рисков — что обычно поднимает стоимость заимствований до величины, очень близкой к эквиваленту в местной валюте, с учетом расходов на хеджирование. Обоснованием для привлечения долга в иностранной валюте обычно являются большие сроки погашения и объемы или небольшая арбитражная экономия, иногда возможная даже с учетом стоимости хеджирования. Однако недопустимо и зачастую незаконно привлекать средства в иностранной валюте в расчете на то, что экономия по процентам будет больше любых возможных потерь от изменения курса валют, или в расчете на то, что валюта заимствований будет обесцениваться по сравнению с местной валютой (причем если этот расчет не

оправдается, платить придется налогоплательщикам). Вообще считается, что, если бы можно было безопасно получать прибыль за счет игры на нехеджированных валютных рисках, то банки и другие профессиональные участники арбитражного рынка уже давно занялись бы этим и извлекли бы всю надежную прибыль.

26. Для местных органов власти наличие нехеджированных валютных рисков считается недопустимым вне зависимости от перспектив соотношения между курсами валют и процентными ставками в местной валюте. Считается, что дифференциал процентных ставок между двумя валютами полностью перекрывается перспективой возможных изменений курса валют, тем более, с учетом факторов риска и неопределенности. Даже если в течение какого-либо периода совокупная экономия на процентных ставках и равняется потерям от колебаний курса валют, в этом случае финансовые потоки становятся нестабильными, а кредитоспособность теряется. Необходимость объяснять избирателям, почему их налоги должны использоваться для возмещения потерь от «валютных игр» администрации, считается верным способом проиграть выборы, поэтому администрации избегают таких рисков.
27. В целом накопленный опыт показывает, что наблюдаются следующие основные тенденции: инвестиционные проекты (или компоненты комплексных многоцелевых инвестиционных проектов), которые генерируют существенные потоки прямых внешних доходов, все чаще передаются на конкурентной основе частному капиталу без права регресса на бюджетные фонды и средства налогоплательщиков; экономические и социальные инвестиции управляются на портфельном основании; обслуживание долга основывается на общих доходах и расходах всего бюджета, а не отдельного проекта как с юридической точки зрения, так и в рамках процесса принятия внутренних решений

## РОССИЙСКАЯ ДЕЙСТВИТЕЛЬНОСТЬ

Российская действительность в настоящее время очень отличается от тех условий, в которых был сформулирован и в которых действует западный образец. Можно считать (хотя это вовсе не является само собой разумеющимся), что конечные цели органов власти российских регионов такие же, что и на Западе — обеспечить функционирование муниципальных служб, работающих для населения, настолько эффективно, насколько это возможно за счет средств налогоплательщиков; однако имеющиеся для реализации этой цели механизмы, а также политическая, юридическая и экономическая среда являются различными. Методы управления, подходящие для западных условий, не всегда применимы в РФ — простое копирование западного образца лишено смысла до тех пор, пока ситуация не станет более стабильной и похожей на западную. Для того чтобы западные методы работали и приносили пользу в России в настоящее время, они должны быть адаптированы к российской действительности. Когда изменятся обстоятельства, могут измениться и соответствующие методы.

Основные аспекты различия российской действительности и той среды, в которой складывался западный образец, состоят в следующем.

### **Бюджет и отчетность**

1. Большинство российских регионов сталкиваются с реальными трудностями либо при составлении, либо при исполнении «сбалансированного бюджета» даже без учета инвестиционных расходов. Существует множество причин этого:
  - Доходы органов власти российских регионов упали за прошедшие 10 лет с учетом инфляции приблизительно на 65%, и это несмотря на то, что доля налогов, оставляемых в регионах, возросла.

- Широко распространенное использование взаимозачетов и вексельных операций в целях покрытия обязательств бюджета отрицательно повлияло как на экономическую ситуацию, так и на качество бюджетной отчетности. Поэтому произвести точные измерения и сравнить результаты достаточно трудно.
  - Усиливающаяся тенденция к передаче обязательств по многим статьям расходов с федерального на региональный уровень (часто без выделения соответствующих трансфертов или других источников финансирования) еще более сократила возможности региональных бюджетов по выполнению своих обязательств.
  - При этом не произошло соответствующего снижения ожиданий избирателей, а местные законодательные органы зачастую считали целесообразным настаивать на объемах бюджетных расходов, которые были нереалистичными относительно того объема доходов, который удалось бы получить. Таким образом, депутаты способствовали формированию таких ожиданий населения, которые были заведомо невыполнимыми, а попытки их исполнения приводили к расходованию фондов, которые в другом случае можно было бы использовать для инвестиций или погашения долга.
  - Слабая бюджетная дисциплина, включая федеральную практику «договорного» разового выделения трансфертов региональным бюджетам и использование «регулирующих» налогов для изменения балансов, способствовали тому, что регионам стало выгодно «прикидываться бедными», чтобы можно было востребовать большего субсидирования. Может быть, и не все дефициты так дефицитны, как кажутся!
2. Это давление усугубляется наследием нормативного определения стандартов, в которых «норма» рассчитывается по некой внешней формуле, мало учитывающей фактические нужды населения или имеющиеся ресурсы. В результате

даже имеющиеся ресурсы часто используются для целей, не являющихся приоритетными в сложившейся ситуации, в то время как другие, более приоритетные направления страдают от недостатка ресурсов. Нормативная система привела к укреплению структурной неэффективности, сопротивлению переменам со стороны менеджмента и противодействию тем сотрудникам администрации, которые стремятся повысить эффективность работы.

3. Это давление внешних факторов часто усугублялось неопытностью персонала в отношении методов управления, соответствующих новой обстановке, а также недостатком финансовых инструментов управления и опыта в их использовании. Можно привести немалое количество примеров такого рода (и показать вытекающие из них следствия):
- Отсутствие учета по принципу экономического соответствия или системы финансовой информации: использование кассового учета привело к иллюзии, что бюджеты могут быть «сбалансированы» за счет задержки платежей кредиторам (включая зарплату сотрудников) и, следовательно, стимулировало накопление кредиторской задолженности;
  - Бюджеты часто имеют «размытые границы», когда непонятно, все ли операции и обязательства, за которые бюджет является ответственным, включены в консолидированную отчетность — даже операции и обязательства основных отделов администрации, уже не говоря об операциях и обязательствах внебюджетных фондов, бюджетных единиц низшего уровня или другие статьи, где администрация может иметь ответственность *de facto*. Поэтому может быть чрезвычайно трудно со всей определенностью установить как полную меру обязательств, за которые бюджет является юридически ответственным, так и полный объем расходов, необходимых для обеспечения функционирования служб администрации;

- «Консолидированная» отчетность, составляемая в российских регионах, часто представляет собой совокупность данных каждого из компонентов, которые, в свою очередь, зачастую содержат значительную долю межбюджетных данных (платежи и получения, кредиторская и дебиторская задолженности), которые не взаимопогашаются при консолидировании, что делает «консолидированные» данные преувеличенными. Поскольку это преувеличение различно по разным категориям и по времени (и им можно манипулировать для «выявления» определенной тенденции), существует вероятность, что итоговая «консолидированная» отчетность не соответствует действительности, причем в значительной степени;
- Часто почти невозможно эффективно измерить как стоимость предоставления услуг населению (отчетная стоимость будет зависеть от того, были ли оплачены счета за этот месяц или год, и какие статьи включаются в «размытые» бюджетные границы);
- Практически отсутствуют механизмы оценки и измерения запасов материальных ценностей, стоимости или затрат основных средств в процессе функционирования служб;
- В результате чрезвычайно трудно последовательно оценить эффективность инвестиций, остается единственный метод «самоокупаемости» или требование того, чтобы любой предполагаемый инвестиционный проект покрывал свои затраты на кассовой основе;
- Управление долгом было еще более усложнено за счет проблем в определении как объема, так и истинной экономической стоимости непогашенных обязательств (неполная консолидация компонентов бюджета; нечеткие и непоследовательные границы между бюджетными и внебюджетными обязательствами, отсутствие системы учета начислений для дисконтов или переоценки

валютных обязательств, отсутствие балансовых отчетов, позволяющих проверить правильность балансов отчетных обязательств);

- Инвестиционная стратегия и ее исполнение часто были затруднены из-за недостатка опыта работы руководителей в рыночных условиях; зачастую оказывалось ненастроенным взаимодействие внутри администраций, когда каждый отдел занимался только «своим делом» (и иногда привлекал собственные займы, создающие юридические обязательства общего бюджета, но преследующие конкретные цели данного отдела, причем иногда даже не ставились в известность те, кто отвечает за долг бюджета). Там, где была принята единая инвестиционная политика, отбор часто проводился на политическом основании по принципу «кто громче кричит» (или «кто эффективнее шепчет»), а не на рациональной основе (эта проблема не уникальна для Российской Федерации, но ее решение требует четкого и сильного руководства);
- В результате, и без того ограниченные ресурсы часто использовались для целей, которые не имели бы высокой степени приоритетности при рациональном подходе, признающем в качестве конечной цели функционирование служб;
- Зачастую непонятно отсутствие адекватного индикативного планирования и структуры управления риском, позволяющих определить долговую и инвестиционную емкость, чтобы было обоснованно и известно, сколько средств можно потратить и сколько привлечь. Конечно, в меняющейся и непредсказуемой российской ситуации структура планирования сама по себе не решит эти проблемы полностью — ее точность будет соответствовать точности прогноза доходов. Но, используя определенные допущения и ограничения, можно обеспечить

некоторое предвидение (что уже лучше, чем его полное отсутствие).

В результате сами региональные администрации, не говоря уже о тех, кто мог бы предоставлять им средства, часто не знали точно, каков общий объем обязательств, за которые они являлись ответственными, и за счет каких источников их придется погашать.

4. Поэтому большинство регионов имели реальные трудности в исполнении или даже составлении «сбалансированного» бюджета, причем даже на уровне текущего бюджета без учета стоимости обслуживания долга или инвестиций. Администрации чувствовали опасность принятия инвестиционных решений с использованием текущих ресурсов без непосредственного предоставления услуг в текущем году и без получения прямых доходов. Отчасти отсюда — стремление к «самоокупаемым» проектам с «собственным финансированием».
5. Проблема еще более усложняется за счет взаимозачетов и других неденежных форм исполнения бюджета. Цикл неплатежей приводит к «каскаду» неоплаченных обязательств, который непосредственно ведет к использованию бартера и взаимозачетов, при которых большинство потоков взаимно погашаются «воздухом», а не живыми деньгами. Это не только сместило исполнение бюджета к сферам, где зачеты возможны; это также усложнило оценку стоимости потоков и создало возможности манипулирования, а иногда и коррупции.
6. Одним из результатов стало то, что фактическое воздействие девальвации рубля и серьезность потерь, понесенных большинством граждан после августовского кризиса 1998 года, оказались значительно меньше, чем согласно оценкам, произведенным на основе чисто монетарной статистики, не говоря уже о статистических вычислениях в долларовой эквиваленте. Мало того, что многие операции вообще не отражаются в статистике (доля «черной» эконо-

мики оценивается по-разному, вплоть до 50% или больше), но даже отраженные в статистике операции могут иметь нереальную, приписанную им денежно-кредитную стоимость. Кроме того, темпы инфляции еще не достигли темпов девальвация рубля относительно доллара, так что снижение стоимости доходных и расходных потоков в долларовом эквиваленте для тех, кто работает только с продуктами и услугами местного производства (как производителей, так и потребителей), не отражает соответственного снижения в реальном выражении.

7. Эти взаимозачеты в каком-то смысле сыграли позитивную роль — в плане поддержания работы структуры в период, который иначе оказался бы крайне тяжелым (даже если результаты были бы «близки к оптимальным» с экономической точки зрения). Но зачеты охватывают текущие потоки. Они наиболее эффективны для непосредственных двусторонних операций, однако совершенно лишены эффективности в плане стимулирования инвестиций, или поиска способов их финансирования, или в качестве средства привлечения кредиторов либо возврата средств.

### **Долг**

8. Рынки капитала для местных органов власти первоначально (в 1992–1995 годах) были представлены банками-кредиторами, зачастую предлагавшими короткие средства по очень высокой стоимости. Это привело, во-первых, к нездоровым близким отношениям между местными органами власти и банками, и, во-вторых, к необходимости поиска альтернативных источников финансирования.
9. Рынок муниципальных облигаций (тогда они назывались МКО) открылся первоначально в Санкт-Петербурге в 1995 году, а к 1998 году облигации были выпущены целым рядом субъектов Федерации. Большинство бумаг выпускалось на срок менее одного года, но некоторые были выпущены со сроком погашения в два или даже три года. До-

ходность и цены различались в зависимости от оценки кредитоспособности эмитента и связанной с этим ликвидности. Первоначально почти все инвесторы в эти бумаги были банками, но к концу 1997 года и в начале 1998 года значительную часть бумаг покупали также финансовые отделы многих коммерческих компаний и в меньшей степени физические лица. Однако, отсутствие каких-либо эффективных долгосрочных сберегательных учреждений и агрессивная конкуренция со стороны аналогичных краткосрочных и высокодоходных федеральных ценных бумаг (ГКО), по сути, блокировали развитие более основательного и долгосрочного рынка муниципальных обязательств.

10. Затем круг инвесторов расширился и стал включать коммерческие фирмы, физических лиц и ограниченное количество иностранных инвесторов, привлеченных высокой доходностью ГКО.
11. После августа 1998 года этот рынок почти исчез (Санкт-Петербург продолжает выпускать небольшие объемы облигаций, но большинство других эмитентов не смогли разместить новые выпуски). Даже до августа 1998 года стоимость и риски для заемщиков — местных органов власти — по рублевым процентным ставкам часто были чрезмерными, а небольшие объемы и короткие сроки погашения делали эти обязательства непригодными для финансирования большинства инвестиций.
12. В течение 1996 и 1997 годов наиболее сильные и кредитоспособные регионы начали исследовать возможность заимствований в иностранной валюте и все более «обхаживались» иностранными банками. Энтузиазм, с которым администрации принимали новые возможности, несмотря на очевидные риски, вызывался рядом факторов, включая:
  - политические амбиции — демонстрация передового руководства;
  - желание удлинить сроки и достичь необходимой емкости, с тем чтобы стимулировать инвестиционный про-

цесс за счет средств с приемлемыми сроками погашения;

- наличие огромной пропасти между рублевыми и валютными заемными средствами: очевидно высокая стоимость (процентные ставки от 25 до 250% годовых в разное время) и короткие сроки в рублях, в то время как долларские средства имели сроки до пяти лет при фиксированной ставке менее 10% годовых в долларах;
- заверения некоторых достойных уважаемых источников, что обменный курс рубля к доллару примерно соответствовал покупательной способности рубля; согласно некоторым прогнозам, рубль даже считали *недооцененным*.
- поскольку стоимость и риск рублевого долга и так казались столь же неблагоприятными, как нехеджированный валютный риск, существовало мнение, что некоторая доля валютных заимствований на самом деле снижает риск (за счет диверсификации), а не увеличивает его;
- выяснилось, что, вопреки ожиданиям, иностранные кредиторы и инвесторы в 1996 и 1997 годах следовали своим конкурентным амбициям и стремились получить «присутствие в регионе» и «долю на рынке». Они явно надеялись, что крупным российским регионам не позволят «обанкротиться». И кредиторы (неявно), и рейтинговые агентства (явно) поверили, что главные регионы практически имели косвенный суверенный кредит, несмотря на то что никаких гарантий не было, и поэтому вели себя менее сдержанно, чем следовало при проведении оценки кредитоспособности;
- в результате среди заемщиков возникло впечатление, что необходимость жесткого управления финансами является не столь существенной, как предполагалось. Поддавшись общему порыву, банки были готовы предоставлять кредиты, несмотря на самое плохое управление; теперь, обжегшись, они не предоставляют средств даже при самом хорошем управлении. Таким образом,

требования кредиторов потеряли свое значение как причины совершенствования управления финансами.

13. Даже ретроспективно, с учетом девальвации рубля с августа 1998 года, еще не очевидно, что заимствования в иностранной валюте были ошибкой в относительной стоимости. Теоретическая совокупная стоимость пятилетних долларовых заимствований по фиксированной ставке, привлеченных в середине 90-х годов, была бы для многих «начальных дат» сопоставимой со стоимостью рублевых заимствований, обновляемых каждые три месяца по тогдашним текущим процентным ставкам — если действительно рефинансирование было возможно во все моменты пролонгации средств. Отнюдь не обязательно, что если бы те администрации, которые заимствовали в долларах, вместо этого заимствовали бы в рублях, оказались бы теперь в лучшей форме, даже с учетом непредсказуемой девальвации рубля. Может быть, финансовые риски, типичные для обычной ситуации согласно западной «Лучшей практике» (долг в местной валюте), были бы столь же плохи (или даже хуже, из-за более короткого срока погашения и, следовательно, более тяжелых рисков рефинансирования), как и риски от выхода на долгосрочные рынки иностранной валюты.
14. Так как администрации поняли, что существующие источники долга (рублевые банковские кредиты и муниципальные облигации) уже имели неприемлемо высокую стоимость и короткие сроки (что создает риск дальнейшего риска «переоценки» каждый раз в момент рефинансирования), диверсификация риска и продление сроков погашения казалось (и, очень вероятно, было) благоразумной стратегией уменьшения риска. (Это поднимает спорный вопрос относительно того, можно ли было позволить накопление рублевого долга до такой степени, что его нужно было рефинансировать, — но в 1996–1997 годах это уже было частью действительности.)

15. Долги российских заемщиков в иностранной валюте было практически невозможно хеджировать в связи с нехваткой соответствующих инструментов в нужном объеме и сроках погашения. Кроме того, даже если такие инструменты были доступны, результат просто сводился к тому, что конечная стоимость долга в иностранной валюте приближалась к стоимости рублевого долга — а это разрушало саму цель диверсификации. Действительно, там, где были предприняты некоторые формы хеджирования в небольших объемах в виде форвардных контрактов с банками, фактический опыт оказался самым печальным по сравнению со всем миром: контрактные суммы были выплачены, а затем банки рухнули, не дав никакой защиты от падения рубля. Попытки хеджирования просто увеличили стоимость.

#### **Фактическое положение дел в сфере инвестиций и финансирования**

16. При дефиците текущих потоков для инвестиций и малой доступности заемных средств (причем с высокой стоимостью и короткими сроками) инвестиционная деятельность часто была либо «авральной» (ремонт необходимых активов в последний момент, но всегда отстающий от темпа разрушения инфраструктуры), либо случайной, инициированной больше внезапной доступностью средств, нежели последовательным планированием и отбором приоритетов. В той ситуации это вряд ли могло быть иначе, но сложившиеся образцы несут опасность увековечивания проблемы и после преодоления текущих трудностей с финансированием, если на них не обращать внимания.
17. Многие администрации до сих пор не имеют интегрированной инвестиционной стратегии и инвестиционного процесса (хотя некоторые разработали их в теории). Часто конкретные комитеты утверждали свое право на инвестиционные проекты, служащие их узким ведомственным целям; не хватало систематического сравнения реальных по-

требностей комитетов в ограниченных бюджетных фондах, а в некоторых случаях отдельные комитеты просто продолжали инвестиционные проекты, самостоятельно привлекая средства путем заимствования или выдачи гарантий, зная, что они могут рассчитывать на бюджет, хотя о деятельности этих комитетов не всегда знали в управлении финансов.

18. В отсутствие ясно сформулированной инвестиционной стратегии и процесса принятия и осуществления решений отбор инвестиций на практике зачастую проводился по принципу «кто громче крикнет» или по необходимости (и возможности) губернаторов использовать силу в работе с членами администрации (эти два момента взаимосвязаны). При этом часто игнорировались факторы емкости бюджета по оплате предполагаемых инвестиций (поэтому проекты, однажды начатые, не всегда завершались, — что являло собой бесполезную трату ресурсов); инвестиции осуществлялись в ожидании федерального финансирования и правительственных субсидий, которые так никогда и не поступали; а там, где понимали проблемы ограниченной инвестиционной емкости бюджета, это стимулировало отбор только «самоокупаемых» инвестиций, то есть, квази-коммерческих проектов, которые якобы не возлагают бремя обслуживания долга на текущий бюджет.
19. Результат был тот, что большинство инвестиций относились либо к категории пассивных — «капитальный ремонт» (реконструкция вместо текущего обслуживания), либо к категории «коммерческих», которые как будто должны генерировать немедленные внешние доходы, чтобы обеспечить обслуживание долга. Социальные и истинно «экономические» инвестиции оставались в тени на основании того, что их невозможно осуществить, а приоритетность трудно оценить количественно (если об этом вообще задумывались). Социальные статьи составляют большую

часть текущего бюджета, поэтому им уделяют меньше внимания в инвестиционном бюджете.

20. Кроме того, сильный остаточный компонент «нормативов» при предоставлении услуг и в работе служб сделал систему безразличной к вопросам качества или потребностей. В результате потребность в инвестициях, отвечающих переменам спроса или демографической ситуации, была скрыта инерцией нормативной структуры. Не существует надежного механизма, чтобы гарантировать, что доступные инвестиционные фонды будут направлены в сферы, где они наиболее необходимы.
21. Следует отметить еще несколько моментов, касающихся участия региональных правительств в «коммерческой» инвестиционной деятельности:
  - многие администрации все еще расцениваются местными банками, населением и другими инвесторами как обладающие самым сильным кредитным рейтингом (справедливо или в результате все еще сохраняющегося «уважения» к правительству среди местного населения — вопрос спорный, но не строго относящийся к данной теме). Кредитный риск регионального правительства в рублях часто оценивается ниже, чем тех заимствований, которые могли бы привлечь какие-либо иные местные инвесторы для капитальных проектов. Если проект нужно сделать, то зачастую это может быть сделано правительством либо не сделано вообще — вне зависимости от того, является ли проект социальным, экономическим, или коммерческим.
  - На этом фоне едва ли удивительно, что многие администрации были привлечены характеристиками инвестиционных проектов, финансируемых за счет бюджетных заемных средств, генерирующих достаточно дополнительных прямых доходов, чтобы обслужить свою собственную стоимость, — можно сказать, что с учетом не-

достатка средств, администрации могут позволить себе либо такие инвестиции, либо вообще никаких.

22. Более того, механизмы, существующие в других странах для привлечения частного капитала в потенциально самокупаемые «коммерческие» компоненты развития инфраструктуры и общественные проекты, то есть проекты, которые можно было профинансировать за счет выпуска доходных облигаций или создания государственно-частных партнерств, до сих пор вообще не разработаны в Российской Федерации. В других странах инвесторы в такие проекты очень зависели от предсказуемости правовой среды, определяющей права инвесторов в сделках с участием правительства и позволяющей привести в исполнение эти права. В Российской Федерации некоторые аспекты прав частных инвесторов еще не определены, а там, где это сделано, рискованным и непредсказуемым может оказаться их исполнение в случае, если партнер, которым является государство, впоследствии изменит свое мнение или захочет улучшить свое положение.
23. Гарантии: В Российской Федерации также стало практикой среди местных администраций выдавать поручительства или гарантии. Такие гарантии можно разделить на несколько категорий:
- ⇒ Некоторые гарантии (тип А) — являются инструментом задержки бюджетом текущих платежей, средством убеждения поставщиков продолжать поставки товаров или услуг без проведения расчетов живыми деньгами, что было бы отражено как расходы бюджета. По сути, это — форма текущих расходов, которые следовало бы отражать в таком виде при учете по методу экономического соответствия вместе с другими видами кредиторской задолженности. Этого можно достичь при введении учета по методу экономического соответствия.
  - ⇒ Другие гарантии (тип В) — являются средствами помощи «околобюджетным» организациям в привлечении

финансирования для решения задач, поставленным перед бюджетными организациями в условиях, когда администрации пришлось бы самой привлекать средства на бюджет, если бы она не выдала гарантии. Нередко этот вид гарантии выдается на долг, который (что ясно изначально) вряд ли будет погашен первоначальным заемщиком, — поддержка администрации является «реальной», поскольку можно ожидать наступления ответственности. Такие обязательства являются «долгом» в истинном экономическом смысле.

- ⇒ Еще одни гарантии (тип С) — это средство использовать имеющийся высокий кредитный статус администрации как катализатор перспективного инвестиционного проекта (часто выгодного с «экономической» точки зрения для местного сообщества), в расчете на то, что выплаты из бюджета в конечном итоге не понадобятся и что проект поэтому можно не относить к бюджетным статьям. Такие гарантии можно рассматривать как настоящие условные обязательства, являющиеся средством привлечения инвесторов в проект, который не сможет получить финансирование без помощи кредитоспособной администрации.
- ⇒ Типы (А) и (В) являются, по сути, средствами маскировки, именующимися гарантиями, которые в действительности должны быть частью расходов и долга бюджета. Эта «маскировка» становится менее эффективной для внешних агентов, изучающих отчетность бюджета, которые ознакомились с такой практикой. Реальная опасность состоит в том, что сама администрация может оказаться в трудном положении, если потребуются срочно погашать такие гарантии.
- ⇒ Гарантии типа (С) иногда рассматриваются российскими сторонниками как печальный, но необходимый шаг в сторону выхода бюджета из коммерческого инвестиционного процесса, позволяющего в то же самое время реализовать желательные «экономические» преимущества.

Эти гарантии действительно являются условными обязательствами — потребность в погашении предполагается только для незначительной части проектов, и то не в полном объеме. При отсутствии гарантии проект не будет реализован, если только бюджет не вложит собственные средства. В настоящее время в таком подходе имеется зерно истины, поэтому вряд ли имеет смысл отказываться от практики выдачи подобных гарантий в принципе.

- ⇒ Новые федеральные правила, требующие включения всех гарантий в долг, позволят привлечь внимание к соответствующим рискам; хотя в тех случаях, где риск относится к условным обязательствам (тип С), а не к прямым (тип А или В), эти правила могут преувеличить оценку подверженности рискам. Возможно, это является закономерным следствием необоснованного выпуска гарантий типа А и В в прошлом.
- ⇒ Однако даже такие действительно условные гарантии создают асимметрию риска и вознаграждения: эмитент гарантии обычно принимает большой риск в случае провала проекта с небольшим прямым вознаграждением и без участия в возможной прибыли в случае успеха. Гарантии обычно не оцениваются с соответствии с коммерческим подходом — если бы это было сделано, проект зачастую не был бы принят. Необходимо обеспечить выполнение двух принципов, позволяющих оценить риск и стоимость должным образом: во-первых, следует рассчитать «вероятность потерь» объективно, консервативно (то есть осторожно) и непротиворечиво; во-вторых, ни одна гарантия не может быть настолько велика, что в случае необходимости ее погашения это могло бы разрушить кредит всего бюджета.
- ⇒ Кроме того, такие гарантии обеспечили возможность (или обоснованность подозрений) коррупции. Во многих случаях гарантия является формой прямой кредитной

субсидии, выданной спонсорам проекта ниже истинной экономической стоимости. Возникает вопрос, не создают ли при этом высшие должностные лица администрации для своих партнеров такое положение дел, что прибыль в случае успеха будет частной, а убытки в случае провала будут общественными. Если такие подозрения не могут быть опровергнуты с достоверностью, то они могут повредить администрации вне зависимости от их обоснованности, поскольку создается впечатление, что получить подобную поддержку могут только партнеры администрации. Как всегда в отношении коррупции, подозрения столь же разрушительны, как факты.

⇒ Такие гарантии стали бы более убедительными, если бы было ясно, что частные спонсоры проекта (непосредственные бенефициары гарантии) сами подвержены существенному риску первоочередных убытков, то есть что они сохраняют материальную заинтересованность в рисках проекта.

⇒ Существуют следующие методы исправления данной ситуации:

- требование выдачи гарантии коммерческим банком, который должен понести потери прежде администрации. Администрации придется оплачивать гарантию только в случае провала банка.
- привлечение коммерческого опыта руководства банка: если банк подвергается рискам, он может иметь лучшие коммерческие ресурсы, чем администрация, позволяющие оценивать риски и осуществлять проект. Тем временем участие администрации как конечного гаранта позволит сохранить минимальную стоимость финансирования
- признание всех гарантий в качестве долга в целях лимитирования бюджета. Сейчас это предложено как требование новой бюджетной классификации; в управленческих целях в пределах законодательных

ограничений со временем может быть желательно «взвешивать» вероятность требования оплаты гарантий, что позволит начать оценку относительных рисков.

24. Конечно, для администраций, которые с подозрением относятся к частным инвестициям и поддерживают прямое правительственное участие во всех аспектах инвестиционных решений, коммерческих или иных, или для тех, кто считает, что позволительно должностным лицам извлекать личную выгоду из распределения бюджетных средств, гарантии рассматриваются как служащие определенной цели. Опыт других стран показывает, что эта цель достигается обычно за счет количества и качества местных инвестиций и благосостояния местных граждан, страдающих от неадекватного качества предоставляемых услуг.
25. Следующий фактор, который влияет на принятие решения относительно введения инвестиционных программ, финансируемых за счет привлечения долга в Российской Федерации, — это накопленный опыт. Некоторые из самых крупных и активно действующих инвестиционных программ в РФ (особенно в Москве) базируются на открыто провозглашенной политике использования долга для финансирования инвестиций только в тех случаях, когда сами проекты могут обслуживать долг — «социальные» проекты финансируются из текущего бюджета. Очевидно, высокий уровень инвестиционной деятельности — особенно в сфере строительства — привел к распространению в России мнения, что такой подход «работает».
26. Можно привести противоположное мнение, что высокий уровень инвестиционной активности в Москве является на самом деле результатом ее богатства как столицы страны (например, из-за действия системы налогообложения крупных компаний по месту размещения их головной конторы; высокой доли — более чем 70% — всех иностранных инвестиций в Российской Федерации; высокого уровня различ-

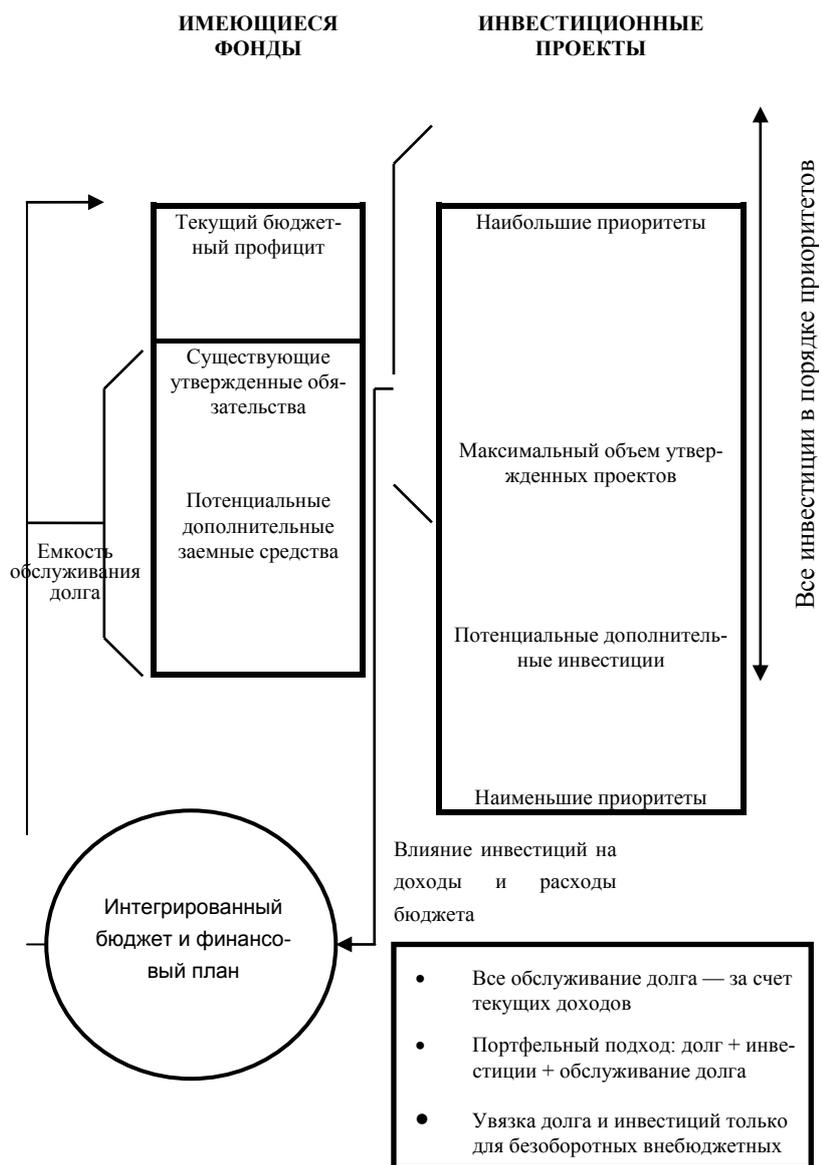
ных расходов вследствие присутствия чиновников центральных органов власти, головных контор крупных корпораций и иностранцев). Согласно этому мнению, масштабы гражданских инвестиций в Москве существуют вопреки, а не вследствие такой политики.

27. Основное беспокойство в этом контексте вызывает вопрос, не ведет ли стремление к самокупаемости проектов к фактическому и систематическому смещению инвестиций в сферы с исключительно высокими уровнями риска, типа рынка недвижимости (строительство в условиях неизвестности конечного арендатора) или «финансовых» инвестиций в виде перекредитования привлеченных средств и переноса рисков на третьи стороны, которые фактически могут оказаться не лучше приспособленными к управлению рисками, чем администрация-заемщик.
28. Очевидно, что самые высокие доходы, необходимые для выплаты как процентов, так и основной суммы долга, обычно подразумевают очень высокие уровни рисков по проектам. Если проекты систематически оказываются либо высокорисковыми, либо имеющими риски, сконцентрированные на небольшом числе положительно коррелированных переменных (например, местных цен на недвижимость или арендной платы), то рано или поздно произойдет обвал, и либо бюджет будет должен найти фонды (на которые, возможно, не рассчитывали, считая проекты самокупаемыми), либо придется в аварийном порядке отзывать средства из проектов, что может свести на нет многие преимущества, которые изначально предполагалось получить от инвестиций. Ответ на этот вопрос даст время.
29. Вопрос о том, что использование фондов бюджета для вложения в потенциально коммерческие проекты неизбежно, «потому что частный капитал этого не делает», также является спорным и бесконечным. Независимые частные инвесторы могут иметь предубеждение против выхода на рынок, уже занятый конкурентами, располагающими под-

держкой со стороны местных органов власти. Отсутствие независимых инвесторов не обязательно доказывает потребность в такой поддержке.

30. В любом случае, концентрация инвестиционных фондов бюджета и гарантий для «коммерческой» деятельности и связанная с этим вера в то, что другие потоки бюджета не придется использовать для обслуживания долга, поднимают ряд вопросов. Проекты, кажущиеся наиболее привлекательными, оказываются, как правило, самыми высокорисковыми (отсюда и самая высокая доходность). Если это не так, то почему частный капитал не занялся таким проектом? Был ли риск соответственно отражен в ходе общественной оценки проекта, или, может, ожидаемые доходы были преувеличены?

## СХЕМА ЗАЕМНОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ЦИКЛА



## ЗАЕМНЫЙ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЦИКЛ

Диаграмма на предыдущей странице иллюстрирует зависимость между долгом, инвестициями и общими бюджетными потоками. Такой цикл может быть основанием для разработки процедуры инвестиционных решений и их исполнения, отвечающих необходимым условиям как «Лучшей практики», так и российской действительности. В данном разделе рассматриваются только так называемые «срочные» инвестиции — когда средства расходуются в одном периоде, для того чтобы генерировать доходы или услуги в будущих периодах. Здесь не рассматриваются (и не относятся к срочным инвестициям) краткосрочные заимствования, привлекаемые для покрытия кассовых разрывов в пределах одного финансового года.

В основе построения цикла лежат фундаментальные принципы, которые подтверждены как международным опытом (что суммировано в «Лучшей практике»), так и опытом работы с долгом и инвестициями в российских условиях до настоящего времени.

Основные принципы:

- Весь объем обслуживания долга (проценты и погашение основной суммы) должен покрываться за счет текущих доходов на момент платежа, а не рефинансирования или продажи активов; если это невозможно, то не следует привлекать заемные средства.
- Все новые заимствования должны идти на инвестиции, а не на обслуживание долга или рефинансирование (хотя не следует запрещать добровольное рефинансирование в ситуации, когда это выгодно).
- Вместе эти два принципа подразумевают, что подлинная заемная емкость определяется как объем долга, который может обслуживаться в течение каждого года за счет профицита бюджета в текущий и будущие годы.

- Международный (и российский тоже) опыт свидетельствует о том, что отдельные проекты, способные к обслуживанию своего полного финансирования (то есть «самоокупаемые», см. выше главу «Российская действительность») неизбежно будут рискованными — требования к доходности для самоокупаемых проектов при относительно коротком сроке погашения слишком высоки, чтобы могло быть иначе. Нельзя полагаться на расчеты таких инвестиционных проектов, нельзя тратить ограниченные ресурсы общественных средств (и расходовать заемную емкость) на самоокупаемые проекты, в то время, как частный капитал мог бы самостоятельно инвестировать в такие проекты без риска для бюджета.
- Поэтому лучше рассматривать инвестиции бюджета в целом как «пул», когда текущий бюджет (в течение текущего года и в течение будущих лет согласно финансовому плану) играет роль «резервуара», из которого может быть осуществлено обслуживание долга, и в который будут стекаться доходы от инвестиций. Такой пул позволяет создать запас безопасности для обслуживания долга в целом, а также позволяет разделить решения по долгу и инвестиционные решения, когда каждое из них может приниматься с учетом общих приоритетов заемного и инвестиционного профиля бюджета, на портфельном основании.
- Этот момент очень важен: если инвестиции бюджета отбираются на основании того, что могут профинансировать кредиторы (даже если бюджет в целом несет ответственность за обслуживание капитального долга), то инвестиционная политика, по существу, отдается кредиторам. Если кредиторы удовлетворены денежными потоками и кредитными характеристиками индивидуальных проектов, то они должны быть готовы кредитовать и инвестировать в такой проект без поручительства со стороны бюджета. Если же кредиторы готовы положиться на доходы бюджета, зная,

что существуют адекватные процедуры и правила отбора инвестиций согласно имеющимся приоритетам, тогда они не должны иметь никакого решающего права голоса при отборе инвестиций.

- Наиболее крупные международные кредиторы (включая таких, как МБРР и ЕБРР, предлагающих наиболее привлекательное в настоящее время финансирование, что связано с его долгосрочностью) понимают и принимают этот принцип; но они не всегда убеждены, что наличествуют адекватные процедуры отбора и исполнения проектов или дисциплина обслуживания долга. Поэтому разработка методов надлежащего управления процессами отбора и исполнения проектов и управления долгом является необходимым предварительным условием для администраций для того, чтобы иметь возможность достичь оптимального сочетания наилучшего (из того, что доступно) финансирования, с одной стороны, и свободы в реализации инвестиционных проектов в соответствии с собственными приоритетами.
- Имеются две характерных черты российской действительности — во-первых, это степень уже имеющегося превышения долговой емкости во многих регионах (то есть, объема долга, включая погашение основной суммы, который может быть обслужен, за счет текущих потоков без расчета на рефинансирование или продажу активов); и, во-вторых, исключительная неопределенность относительно доступности и цен будущих кредитных средств. Это означает, что расчеты на будущие заемные возможности являются еще более неточными и рискованными в Российской Федерации, чем где-либо в других странах. Поэтому представляется целесообразным разделить инвестиционные планы на те, которые являются «определенными» (то есть покрываются существующими ресурсами, утвержденным долгом и известными текущими потоками без потребностей в заимствованиях), которые определяются как «предполагаемые»

(то есть могут быть оплачены при предполагаемых уровнях заимствований в пределах разумного и консервативного бюджета) и которые являются «потенциальными» (то есть наличествует некоторая предварительная оценка того, что может быть сделано в случае, если доступные средства превысят текущие ожидания). В практическом смысле «потенциальные планы» на текущий год могут перейти в категорию «предполагаемых» на следующий год.

На основании вышеизложенных принципов можно построить структуру, которая будет похожа на структуру организации решений и движения средств в других странах. Такая структура позволит создать предпосылки для внедрения определенных навыков и знаний, а также процедур управления долгом и инвестиционными решениями.

Выводы из этого следующие: коммерческие (самоокупаемые) инвестиции никогда не следует выполнять за счет бюджета; характеристика самоокупаемости сама по себе не должна превалировать над всеми другими инвестиционными приоритетами. Как будет рассмотрено более подробно в главе, посвященной инвестициям, полный инвестиционный бюджет должен определяться объемом доступных средств (рассчитываемом исходя из значений прямых бюджетных потоков и долговой емкости — которые, в свою очередь, будут зависеть от денежных потоков, возникающих в результате исполнения отдельных инвестиционных проектов). Отбор компонентов для инвестиционной программы следует осуществлять в два этапа. На первом этапе определяется долевое распределение средств между категориями проектов с коммерческими, экономическими и социальными целями (оказывающими, соответственно, прямое, косвенное или нулевое влияние на текущие доходы и долговую емкость). На втором этапе проводится отбор конкретных проектов в пределах каждой категории. В условиях дефицита бюджета вполне вероятно, что коммерческий компонент будет больше, чем в условиях избытка фондов, — просто потому что в отсутствие средств нет возможностей для

социальных инвестиций. И наоборот, когда появляются излишки бюджетных средств, приоритет следует отдавать социальным целям.

Структура долга, инвестиций и текущего бюджета, каждый из компонентов которых работает на уровне макропортфеля, является очень важной. Необходимо обеспечить, чтобы требования кредиторов не превалировали над инвестиционными приоритетами бюджета, чтобы управление долговыми рисками, сроками платежей и ценовыми структурами осуществлялось с максимальной эффективностью, а не в соответствии с инвестиционными приоритетами, а также гарантировать наличие определенного запаса прочности в плане отношения между текущими потоками и обязательствами по обслуживанию долга, если бюджет юридически несет обязательства по долгу (что обычно невозможно, если проекты рассматриваются по отдельности).

Таким образом, характеристики денежных потоков инвестиций и возможные условия отдельных заимствований можно должным образом учесть при оценке их соответствия критериям и целям долга и инвестиций. В определенных обстоятельствах могут рассматриваться и объединенные характеристики долга и «связанных» инвестиций. Однако, влияние на обслуживание долга необходимо рассматривать для бюджета в целом, а не по отдельным проектам. Тогда удастся избежать проблемы исчерпания инвестиционной емкости коммерческими проектами (вследствие отсутствия прямой зависимости от характеристик самокупаемости) и диктата кредиторов в инвестиционной политике (удовлетворяющих свои приоритеты, а не администрации).

В связи с этим описанный цикл начинается с определения фондов текущего бюджета с учетом расходов на коммунальные услуги и обязательств по обслуживанию долга, но до учета новых инвестиционных расходов и новых заимствований. Этот текущий профицит обеспечивает базу для инвестиций: либо непосредственно, через возможность вкладывать эти

фонды без потребности в новых заимствованиях; либо через потенциал заимствований с определением разумного объема заемной емкости, которую удастся обслуживать доступными текущими потоками в предстоящие годы. Выбор между прямым вложением имеющегося профицита бюджета или использования его для подкрепления дополнительных заимствований надлежит сделать на основании наиболее вероятного прогноза параметров этого профицита в будущем, а также стоимости и сроков погашения долга.

Таким образом, величина текущего профицита определяет объем доступного финансирования, который, в свою очередь, определяет максимально возможный объем инвестиций. Решения о том, куда эти инвестиционные фонды следует направить для достижения максимальной эффективности, должны приниматься на рациональной основе в противоположность обычной практике (по принципу «кто громче крикнет» или, наоборот, «кто тише шепчет»).

Процесс принятия таких решений, безусловно, будет зависеть от политических обстоятельств, в которых действует каждая администрация; но в целом верно, что выбор между коммерческими (явно самокупаемыми, но часто высокорисковыми и способствующими коррупции), экономическими (обеспечивающими увеличение будущих доходов бюджета, но зачастую чрезмерно оптимистичными) и социальными (обеспечивающими прямые преимущества для налогоплательщиков и избирателей скорее, чем финансовую прибыль) проектами должен быть преимущественно политическим процессом. Отбор проектов в пределах каждой категории может проводиться на основании результатов научной сравнительной оценки в соответствии с расчетами стандартов доходности с учетом рисков, экономическими программами и методами оценки социальной составляющей проектов.

Долговые и инвестиционные решения могут тогда рассматриваться как независимые, хотя и связанные решения.

Они принимаются в соответствии с собственными приоритетами, но при этом учитываются результаты последовательного процесса итерации, показывающие влияние заимствований и инвестиционных решений на объемы будущих денежных средств, доступных для обслуживания долга, и на объемы будущих инвестиционных фондов. В некоторых случаях инвестиционный проект, имеющий собственное выгодное финансирование, можно предпочесть проекту, который этого не имеет, но это не должен стать общепринятой практикой, и никогда не следует переходить установленные границы между коммерческими, экономическими и социальными инвестиционными компонентами.

Инструменты и правила, необходимые для работы в сфере инвестиций и долга, описаны в следующих разделах. Эти инструменты, по сути, очень похожи на те, что используются на Западе; но способы их применения, структура и приоритеты адаптированы к нынешним российским условиям.

#### **Аргументы за «пуловую» структуру в отличие от «связывания» долга и инвестиционных решений**

- Если бюджет несет ответственность за погашение заимствований, привлеченных на финансирование какого-либо инвестиционного проекта, то кредиторы будут рассматривать бюджет в целом, а не только данный инвестиционный проект.
- Денежные средства «взаимозаменяемы» — практически невозможно отследить движение конкретного рубля от источника до сферы применения, без смешения с другими денежными потоками.
- Интересы Администрации состоят в том, чтобы оптимизировать и инвестиционные решения, и долговые решения. Это означает отбор наиболее привлекательных конкретных операций каждого вида. Такое редко возможно, если долги и инвестиции являются связанными.
- Если инвестиции привязаны к конкретным источникам финансирования, то те проекты, в которых имеется доступ к

самому дешевому финансированию (или бюджетным средствам), могут иметь более низкие критерии доходности, чем проекты с более дорогим долгом, что искажает реальные характеристики привлекательности инвестиций. Аналогично, высокодоходный инвестиционный проект со связанным долгом с высокой стоимостью может в теории привести к тому, что этот долг будет привлечен в то время, когда были доступны более дешевые средства из других источников. Тогда отбор инвестиций будет происходить на основании параметров источников финансирования различных проектов. В принципе непонятно, как это можно сделать должным образом, если не использовать некий общий «пул» инвестиционных фондов, которые затем привязываются к финансовым ресурсам в порядке приоритетов, — но это и так является «пуловым» подходом, поэтому будет проще и более прозрачно так его и называть.

- Если имеется непосредственная связь между определенными инвестициями и определенными заимствованиями, возникает сильное искушение ввести требование самокупаемости инвестиций. В российских условиях при высокой стоимости и коротких сроках заемных средств при этом возникает ловушка — решения фокусируются только на проектах с очень высокой доходностью, и поэтому с очень высоким уровнем риска.
- «Пуловый» подход позволяет одну и ту же стоимость фондов применять ко всем инвестициям, что гарантирует их конкуренцию в равных условиях.
- «Пуловый» подход — необходимый компонент метода отбора инвестиционных проектов, который последовательно применяется к коммерческой, экономической и социальной составляющим и который отвечает условиям российской ситуации с ее неопределенностью по поводу доступа к финансированию. Когда список предполагаемых инвестиций принимается в начале года в порядке приоритетов, еще не известно, какие финансовые средства будут доступны. Ес-

ли инвестиции привязаны к предполагаемым конкретным источникам финансирования, не может быть заранее известно, какие финансовые инструменты будут доступны или сколько они будут стоить. Тогда и то, какие именно проекты удастся завершить, становится вопросом шанса, зависящего от того, с какими финансовыми инструментами эти проекты связаны.

- Если же утверждение проекта происходит безотносительно к конкретному источнику финансирования, то эффективность обеспечивается «пуловым подходом».
- Управление рисками, связанными с долгом и инвестициями, состоит в том, что риски должны быть сведены к минимуму или по отдельным сделкам, или по портфелю в целом. В отсутствие специальных инструментов хеджирования для большинства российских рисков (например, форвардов или фьючерсов на процентные ставки или валютных инструментов) рисками лучше всего управлять путем их диверсификации для всего портфеля. Но это требует портфельного централизованного подхода как к долгу, так и к инвестициям.

## КОММЕНТАРИИ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО УПРАВЛЕНИЮ ДОЛГОМ

Основные компоненты системы управления долгом являются логически необходимыми и применимы к Российской Федерации, так же как к другим странам: для безопасного управления долгом в любых обстоятельствах следует знать, каковы имеющиеся обязательства, когда и как они должны быть оплачены. Но российская реальность, в которой приходится осуществлять управление долгом, особенно в более детальных аспектах управления рисками, очень отличается от западной. В каком-то смысле отсутствие выбора и нехватка инструментов в РФ делает среду более простой. Это не элиминирует риски — наоборот, риски в РФ выше из-за неопределенности большинства переменных, — но упрощает принятие решений, поскольку многие факторы, которые следует учитывать в других условиях, здесь просто отсутствуют.

Основные цели управления долгом в любых условиях должны быть следующими:

- А. Способность определить, какие существуют контрактные обязательства в настоящее время, — сколько и когда;
- В. Иметь предварительный план погашения этих обязательств (то есть где взять средства), реалистичный в большинстве прогнозируемых ситуаций. Должна быть обеспечена информация относительно того, как весь объем погашения долга может быть покрыт за счет текущих потоков (или степень зависимости от рефинансирования или ликвидации активов), и сколько еще можно заимствовать в пределах «долговой емкости» — способность обслужить долг за счет текущих потоков.

Помимо этих центральных задач, существует дополнительная (но существенная) потребность в следующем:

- С. Определять существующие риски для данного вида долга: насколько возрастут или уменьшатся обязательства в ответ

на возможные события и что может быть сделано, чтобы уменьшить эту подверженность рискам;

- D. Систематически отбирать те формы заимствований, которые лучше всего соответствуют нуждам администрации с учетом потребностей, затрат и рисков; и путем активного управления улучшать эти условия (маркетинг, репутация, доверие инвесторов и т.д.), оптимизируя долговую емкость;
- E. Иметь возможность предсказать с достаточной степенью вероятности, какие объемы долга могут быть привлечены в будущем, в целях обеспечения надежного планирования инвестиций.

Если эти условия выполнены, то можно сказать, что долг находится под жестким управленческим контролем. Если нет, то в какой-то мере возможность обслуживать долг оставлена на волю случая — что зачастую сходит с рук, но в конце концов может привести к серьезным проблемам, даже к катастрофе. Суть управления долгом состоит прежде всего в том, чтобы избегать подобных катастроф. Кроме того, политика заимствований должна быть построена таким образом, чтобы свести к минимуму стоимость и риски, связанные с долгом, и максимизировать возможности администрации.

Положения, приведенные далее, составлены с целью предложить структуру, которая поможет выполнению каждой из этих задач в российских условиях с постепенным движением в сторону «Лучшей практики», но с пониманием того, что осуществление некоторых компонентов «Лучшей практики» невозможно в короткие сроки.

### **Роль модели планирования**

Ядром является модель финансового планирования, которая интегрирует текущие потоки бюджета, долг и инвестиции. Долговой компонент финансового плана представляет собой развернутый долговой план, а инвестиционный компонент — инвестиционный план. Три плана — по текущим потокам, долгу и инвестициям — интегрированы, во-первых, потому что,

все три плана строятся на основании одного и того же набора допущений (и реагируют на изменения этих допущений, что является частью анализа чувственности); во-вторых, потому что анализ этих планов должен демонстрировать (это также обязательное требование), что обслуживание долга (проценты плюс основная сумма) может быть покрыто за счет текущих потоков в каждом периоде; и, в-третьих, потому что запланированные инвестиции могут быть покрыты за счет комбинации профицита текущих денежных потоков и заимствований в пределах долговой емкости.

Сама по себе модель не отвечает полностью на все вопросы, но обеспечивает структуру, позволяющую разработать более детальные решения, рассматриваемые во взаимосвязи. В частности, это дает очень реальный и немедленный ответ на вопрос о том, какой объем инвестиций является возможным в рамках лимитов «Лучшей практики» управления долгом, то есть, каковы возможности бюджета в отношении инвестиций и долга.

Модель также обеспечивает временные средства для решения многих вопросов, необходимых для хорошего управления, пригодные для использования, пока не станут доступными более сложные механизмы. Модель можно начинать строить с использования бюджетных данных, требуемых в настоящее время в соответствии с законодательством (российская бюджетная отчетность строится по кассовому принципу), то есть на начальном этапе работы с моделью не требуется учет начислений, но он будет внедряться постепенно, по мере разработки нового бюджетного законодательства. Затем можно будет подготовить структуру для постепенного преобразования системы учета по методу экономического соответствия (начислений) по мере требований.

Такой расширенный формат представления может помочь выявить зависимость между, например, потоками и изменениями баланса, долговыми намерениями и возможностями обслуживания долга или инвестиционными намерениями и емкостью финансирования. Подобная ясная демонстрация того,

что возможно верно, и что очевидно неправильно, может способствовать улучшению качества исходных данных — и для «намерений», и для ретроспективы (например, прояснит, отличается ли изменение баланса кредиторской задолженности от суммы начисленной за вычетом суммы выплаченной, а если да, то почему).

Степень точности модели может не соответствовать полным стандартам аудита (с учетом неточностей основных данных), но тем не менее модель обеспечивает формат, который является более информативным, чем тот, что в настоящее время требуется согласно российскому законодательству. Когда и как только станут доступными более точные данные аудита, их можно будет включить непосредственно в модель.

Поэтому модель можно рассматривать как переходный инструмент, который позволяет сэкономить время, чтобы разработать более определенные механизмы, и помогает в объяснении и понимании новых инструментов, обеспечивая тем временем непосредственный инструмент управления.

Детальная структура и использование долгового компонента финансового плана и способ его интеграции в целое подробно описаны далее в главе «Иллюстративный долговой план». Ниже следует объяснение потенциала и ограничений модели, способов ее использования при решении ключевых вопросов, перечисленных выше, и путей постепенной замены временных методов, представленных в формате финансового плана, более сложными методами по мере формирования условий и накопления опыта.

#### **А. Определение всех обязательств, их объема и сроков**

1. Это звучит элементарно, однако, на практике часто бывает затруднено по следующим причинам:
  - ⇒ Непонимание различий между «долгом» (часто применяется только к заимствованным денежным средствам), и «обязательствами» (более широкая категория, которая включает долг, а также другие обязательства, например,

- по оплате кредиторам или служащим, выплаты которым просрочены);
- ⇒ Недостаток централизации полномочий по привлечению средств в бюджет (то есть отсутствие централизованной отчетности по обязательствам, даже когда они были созданы комитетами в пределах администрации);
  - ⇒ Нечеткие границы бюджета — так, что гарантии и другие обязательства «околобюджетных» организаций, например, муниципальных служб, управляемых администрацией, не включаются в бюджет в качестве его долгов, даже если в действительности администрации придется в любом случае оплатить эти долги, с тем чтобы продолжить работу служб, в случае когда организация сама не сможет выполнить обязательства;
  - ⇒ Наличие значительных объемов кредиторской задолженности и задолженности по заработной плате, которые, безусловно, являются обязательствами, конкурирующими за фонды с прямым долгом, хотя в соответствии с кассовым методом учета в РФ на регулярной основе не производилась их консолидация с долгом.
2. Учет обязательств должен включать стремление исправить эти недостатки; если такая информация не требуется в законодательном порядке (например, еще недавно законодательно установленные требования к отчетности не охватывали амортизацию долгового дисконта или переоценку рублевой стоимости внешнего долга), она должна быть обязательной в соответствии с внутренними правилами как управленческая информация — в интересах «Лучшей практики» и хорошего управления.
  3. Четкое понимание объема каждого из обязательств было затруднено в российской практике из-за метода учета долга в кассовом формате по исходной стоимости привлечения. Так, обязательства с нулевым купоном (например, бумаги типа ГКО или МКО) учитывались как долг по его первоначальной стоимости размещения, а не по стоимости погаше-

ния; долг в иностранной валюте учитывался по рублевой стоимости согласно курсу валют на дату размещения, а не по текущей стоимости с учетом изменения валютного курса (этот момент учтен в новой бюджетной классификации, но амортизация дисконта пока отсутствует). Для целей управления долгом существующая отчетность должна быть преобразована в некоторую форму учета по методу «экономического соответствия», распознающего любое изменение объема долга вне зависимости от его причин. Иначе не будет ясен истинный объем уже имеющихся обязательств, что сделает невозможным создание какой-либо системы для обеспечения их выполнения.

4. Точное определение сроков оплаты каждой статьи. В теории это должен быть простой процесс регистрации сроков платежа и создания «расписания» погашения обязательств. На практике в России этот процесс оказался несколько запутанным, в связи с тем, что в бюджетной отчетности показывается только чистый объем погашения долга, а не полный — поэтому краткосрочный долг, привлеченный в расчете на рефинансирование в течение года, не показывается как текущее погашение. Для надлежащего управления долгом должна быть идентифицирована полная сумма обязательств для каждой даты погашения с указанием источника выплаты (например, за счет новых заимствований — ненадежный источник) в качестве отдельной статьи.
5. Формальный «план» может показывать погашение по периодам; но управленческая информация должна включать «расписание» всех погашений — когда и сколько. Этот план должен иметь ряд временных уровней: ежедневно на ближайшие [три месяца]; еженедельно на ближайший [год]; ежемесячно — на более длительную перспективу. План должен непосредственно реагировать на изменение допущений — чтобы при изменении валютных курсов или других индикаторов немедленно были бы видны изменения

- в рублевом эквиваленте объема оплаты, без необходимости в дополнительном анализе.
6. В мире «Лучшей практики» отсутствует принудительное рефинансирование, когда существующие обязательства не могут быть погашены за счет текущих потоков. В таких условиях все решения по новым заимствованиям являются «добровольными» в свете инвестиционных нужд и реальных возможностей обслуживания долга в будущем; а стоимость и условия долга становятся известными во время принятия такого добровольного решения.
  7. В нынешней российской действительности многие администрации имеют долги, которые не могут быть погашены за счет текущих денежных потоков. В соответствии с действующими законодательными требованиями к бюджету и отчетности, этот момент в настоящее время скрыт вследствие представления только «чистого» изменения долга, что не выявляет зависимости от погашения и рефинансирования. В действительности, как правило, существует возможность рефинансирования (или продажа активов как последний способ, который часто является разрушительным по отношению к первоначальной цели привлечения средств). Информация, необходимая для целей управления, должна отражать действительность и, следовательно, показывать необходимость в рефинансировании долга, подлежащего погашению, или других обязательств.
  8. Поэтому знание точного объема обязательств, причитающихся к погашению, и реального расписания, согласно которому они могут быть оплачены, требуют отдельного представления обязательств, средства для погашения которых имеются, и предполагаемого рефинансирования тех, которые не могут быть покрыты в срок погашения только за счет текущих доходов. Такого рода рефинансирование отличается по своей сути от дополнительных новых заимствований, которые могут быть рассмотрены в будущем для осуществления новых инвестиций. Если рынки капита-

ла окажутся не доступными или если будущих текущих доходов не хватит для обслуживания новых заимствований для инвестиционных целей, то, безусловно, проще и менее болезненно отказаться от заимствования для новых инвестиций, чем от заимствований, необходимых для рефинансирования долга к погашению. Такое рефинансирование, необходимое для погашения существующего долга, не покрываемого за счет текущих потоков, не может быть отменено без дефолта.

9. Так как этот вид рефинансирования является вынужденным заимствованием (для выполнения имеющихся обязательств), то обязательства, возникшие при новых заимствованиях, должны быть также признаны как часть денежного потока погашений, возникающего в результате существующих обязательств, до того времени когда они будут погашены.
10. В рефинансировании имеются очевидные «неизвестные»: даже если объем и время потребности в рефинансировании известны, то его доступность, стоимость и сроки платежа промежуточного долга — нет. Практическое решение заключается в том, чтобы идентифицировать наличие, объем и сроки таких непогашенных обязательств, а в «плане обслуживания существующего долга» выделить как отдельную категорию предполагаемое рефинансирование на основании реалистичных консервативных допущений (которые являются понятными для управленческого персонала и могут быть быстро и легко изменены в соответствии с изменением окружающих условий).
11. Таким образом, представление существующих обязательств должно показывать текущий полный объем обязательств, подлежащих оплате на каждую дату или каждый период, его взаимосвязь с доступными потоками доходов и наличие профицита или дефицита (профицит определяет дополнительную долговую емкость, что дает возможности обслуживать новые заимствования для инвестиций; дефи-

цит указывает, что уже произошло «чрезмерное заимствование», и определяет степень зависимости от принудительного рефинансирования).

## **Б. Определение способа выполнения обязательств**

Для проведения анализа способов обслуживания долга, необходимо представить доступные (!) ресурсы параллельно с обязательствами (см. п. А).

«Лучшая практика» требует, чтобы обслуживание долга осуществлялось за счет текущих потоков, поэтому анализ должен проводиться путем сравнения долговых обязательств с доступными текущими потоками. Такой сравнительный анализ строится на основе прогнозов и допущений для каждого компонента текущих доходов и расходов. Любые объемы обслуживания долга, которые не могут быть покрыты за счет текущих доходов, должны быть выполнены либо за счет ликвидации активов (при условии, что активы могут быть проданы по полной стоимости в данное время), либо за счет рефинансирования.

И ликвидация активов, и рефинансирование относятся к неопределенным событиям, которые трудно предсказать точно. Именно поэтому на основе опыта были сформулированы правила «Лучшей практики», гласящие, что для обслуживания долга нужно рассчитывать только на текущие потоки, а не на капитальные операции. В частности, неизбежно наступают периоды, когда рынки капитала становятся недоступными или доступными на очень неблагоприятных условиях, поэтому расчет на «принудительное» рефинансирование в такие периоды может привести к чрезвычайно тяжелым последствиям. Опасно рассчитывать также, что в этих обстоятельствах долг можно будет обслужить за счет ликвидации основных активов. Когда трудно привлечь заемные средства, цены активов зачастую резко падают. В таких обстоятельствах нельзя гарантировать, что ликвидация активов позволит получить достаточно средств для покрытия долга, привлеченного для осуществления проекта. Даже когда это возможно, подобные действия мо-

гут привести к разрушению экономики проекта, хотя долг изначально был предназначен для продвижения проекта.

Модель финансового плана разработана с целью обеспечить структуру для систематической оценки каждого компонента (налоговые и неналоговые доходы и трансферты, сервисные и другие текущие расходы, обслуживание долга и инвестиции). Эту модель также можно использовать для анализа чувствительности вышеперечисленных компонентов к изменениям в допущениях и ожиданиях относительно соответствующих переменных.

Таким образом, модель показывает (для любого данного набора допущений), какой объем существующих обязательств может быть обслужен за счет текущих потоков (в соответствии с требованиями «Лучшей практики»), а какой — зависит от ликвидации активов или рефинансирования. Если имеется профицит текущих денежных потоков, его можно (в зависимости от решений в будущем) использовать по-разному — для предварительного погашения существующего долга (до установленного срока платежа) или для поддержки дополнительных новых заимствований на инвестиционные цели.

## **В: Идентификация рисков долга**

Риски, связанные с долгом, могут включать:

Доступность текущих денежных потоков для обслуживания долга. Включает анализ чувствительности текущих доходов и расходов к изменениям допущений относительно экономической и финансовой обстановки. Сюда входят все факторы, влияющие на будущие результаты текущего бюджета. Модель плана обеспечивает удобный механизм для тестирования такой чувствительности, позволяя путем изменения одного допущения или любой их комбинации оценить влияния этих изменений на денежные потоки и заемную емкость. Конечно, если данные, включенные в план, неполны или неточны либо если сами допущения далеки от реальности, то выводы модели также будут ненадежными.

Риск рефинансирования. Если имеется какая-либо зависимость от будущего рефинансирования (в случае когда объем долга уже превышает способность обслужить его за счет текущих доходов в соответствии с принципами «Лучшей практики») или если анализируемый случай включает потенциальное дополнительное финансирование в будущем для осуществления новых планируемых инвестиций, то возникает риск, что рынки могут оказаться недоступными в нужный момент или что сроки погашения, процентная ставка либо другие условия будут отличаться от расчетных. Размер риска рефинансирования и чувствительность к будущим изменениям условий привлечения можно проанализировать путем расчета различных вариантов модели с разными сценариями допущений по рефинансированию, показывающими влияние изменений в допущениях на долговую емкость и денежные потоки. Даже если модель не является полностью точной, она все равно дает возможность определить компоненты, которые представляют наибольшую угрозу будущим денежным потокам, и, следовательно, помочь спланировать превентивные действия заранее.

Риски изменения процентной ставки существуют, когда изменение процентных ставок в будущем может привести к значительным изменениям в исполнении бюджета или возможности обслуживания долга. Даже когда имеющийся долг привлечен по фиксированной процентной ставке и находится в пределах долговой емкости согласно «Лучшей практике» (то есть его можно обслуживать без рефинансирования), все равно могут возникать процентные риски, например, если доходы были вложены в краткосрочные финансовые инструменты. Таким образом, падение процентных ставок может повредить бюджету. Где имеется опасность вынужденного рефинансирования (если объем существующего долга больше долговой емкости), или наличествуют долговые инструменты с плавающей ставкой, по которым будущие процентные ставки еще не известны, или в будущем планируются новые привлечения для

финансирования новых инвестиций, — то во всех этих случаях будущие денежные потоки зависят от будущих процентных ставок. Полный анализ подверженности рискам изменения процентных ставок и управление рисками с использованием инструментов типа анализа восприимчивости и деривативов требует сложной и надежной базы данных и доступности необходимых инструментов управления рисками. Пока они не доступны, попытки внедрения таких сложных методов потребуют существенных затрат времени и средств ради ограниченной экономии или даже могут привести к ухудшению положения в связи с возникновением ложной уверенности, не соответствующей действительности (из-за неадекватной информации о реальном положении дел и ненадежных инструментов).

Пока эти ограничения не могут быть преодолены, в качестве промежуточной меры можно использовать первичную форму информации о чувствительности к риску процентных ставок. Такая информация может быть получена путем простого изменения допущений относительно будущих процентных ставок в модели плана и анализа влияния изменений в допущениях на будущие долговые расходы и обслуживание долга. То есть анализ чувствительности в рамках модели можно использовать для анализа чувствительности к изменениям процентных ставок — что, по сути, является элементарной формой выполнения того же, что делают и наиболее сложные системы управления риском.

Сочетая такой анализ чувствительности с изменениями профиля потенциального будущего рефинансирования, можно добиться значительного понимания относительной рискованности и стоимости альтернативных вариантов.

Валютные риски. Если долг был привлечен не в рублях, в то время как доходы и расходы (генерирующие денежные потоки, необходимые для обслуживания долга) деноминированы в рублях, существует потенциальный риск, что вследствие изменения

валютного курса изменится и объем рублевых средств, необходимых для обслуживания существующего долга.

В той степени, в которой администрация может иметь некоторые долларовые активы или долларовые денежные потоки, их можно включить в финансовый план в виде, который отвечает изменениям в их рублевой стоимости, что обеспечивает эффективный инструмент управления. Если субъект РФ полностью защищен от влияния изменений курса валют, оценка активов и доходов при рублевой девальвации будет равна по величине и противоположна по знаку и времени любой потере, обусловленной увеличением стоимости долга или его обслуживания. Использование модели плана при анализе чувствительности (в данном случае к изменениям валютного курса) может быть полезно (даже при его несовершенстве) в качестве переходного инструмента до появления более адекватных и сложных инструментов.

Некоторые субъекты РФ считали, что при заимствовании долларов и вложении их в местные предприятия (в виде акций или кредитов) или в банковские депозиты, в каждом случае деноминируя вложения в долларах, они избегнут валютного риска. Строго говоря, это верно — администрация передает валютный риск нижележащему заемщику, но при этом администрация остается с кредитным риском на неопределенную сумму (в зависимости от будущей рублевой стоимости долларового кредита). Соответственно, когда имеется реальная возможность банкротства нижележащего заемщика, это вид вторичного валютного риска.

Многие банки, принимающие долларовые депозиты, обанкротились после августа 1998 года; так что администрации, связанные с такими банками, потеряли свои депозиты и остались с фактическими долларовыми обязательствами — их риск остался долларовым риском. Аналогично, если местное предприятие фактически не имело долларовых активов или доходов, передача администрацией валютного риска предприятию создавала реальный риск, ухудшающий положение пред-

приятия (или даже разрушающий его), и по-прежнему оставляла администрацию подверженной валютному риску в случае, если предприятие будет не в состоянии погасить кредит. Простая передача риска другому предприятию без валютного соответствия несет риск причинения реального ущерба предприятию, которое получило этот риск, и оставляет администрацию подверженной риску при условном (но возможном) дефолте.

Как и в случае с рисками процентной ставки, сложные технологии минимизации риска, которые обычно используют в других странах — форварды, фьючерсы и другие инструменты, не могут быть аналогично использованы в нынешних российских условиях. Многие из этих инструментов не доступны, или они самостоятельно создают недопустимые кредитные риски для участвующих сторон (например, опыт форвардных покупок доллара со сроком платежа после 18 августа 1998 года). Кроме того, эффект хеджирования валютного риска, как и в случае с другим хеджированием, снижает риск только за счет роста цены практически до исходной стоимости рублевых заимствований. Это означает, что реальная стоимость долларовых заимствований, хеджированных в рублях (то есть заемщик покупает доллары, фиксируя таким образом рублевую стоимость своих долларовых обязательств), возрастает до стоимости, почти равной стоимости исходного заимствования в рублях. Так как смысл заимствования долларов, как правило, состоит в диверсификации рисков и снижении стоимости, при хеджировании на этих условиях эта задача не будет выполнена.

Следует отметить, что в более стабильных условиях результаты другие: риск и стоимость заимствований в местной валюте обычно являются приемлемыми, в то время как такие в иностранной валюте при отсутствии хеджирования — нет. Долг в иностранной валюте обычно приемлем только тогда, когда он может быть хеджирован в местной валюте по цене, дающей некоторую экономию (обычно небольшую) по

сравнению с прямым заимствованием в местной валюте. Так как цель заимствований в иностранной валюте, как правило, состоит в диверсификации рисков, продлении сроков платежа или получении более низких процентных ставок в иностранной валюте (за счет появления валютного риска), хеджирование на таких условиях отрицает первоначальную цель.

Следовательно, наличие нехеджированного валютного долга является исключением из «Лучшей практики» и оправдано только в свете особенностей российской действительности, где все другие виды долга могут быть опасны в той же или даже в большей степени. Для субъектов РФ, чьи денежные потоки уже полностью завязаны на обслуживание существующего рублевого долга, реальный выбор может быть между неувеличением долга вообще и принятием некоторого валютного риска в целях достижения более длинных сроков погашения (в этом случае вероятность доступности будущих денежных потоков для покрытия длинных валютных обязательств выше, чем вероятность доступности аналогичных потоков для короткого рублевого долга).

Ни одно из этих соображений не делает нехеджированный долг в иностранной валюте свободным от риска или низкорисковым — просто это лучше чем альтернативные варианты.

### **Другие риски**

Другие риски, которые появляются в ходе выпуска и обслуживания долга, как по отдельности, так и в целом, и на которые следует обращать внимание, включают:

- Юридические риски: достигают ли условия контракта того, что было намечено; есть ли вероятность, что закон может измениться и нарушить задачи контракта; охватывает ли контракт все случайности или могут возникнуть обстоятельства, когда не понятно, что произойдет дальше; определены ли права и обязанности в случае возникновения проблем; понимает ли администрация полностью значение контракта; понимает ли различия в контрактном положе-

нии между различными формами заимствования (например, двусторонние долги по сравнению с обращающимися ценными бумагами и т.д.).

- Риски урегулирования: привлечение и погашение долга обычно требуют перевода больших сумм денег. Механизм перевода этих денег может подвергать заемщика рискам, связанным с различными банками и другими агентами (если они есть), через которых эти деньги проходят. Как правило, заемщик несет ответственность до тех пор, пока деньги не достигают кредитора, так что заемщик, как правило, должен гарантировать безопасность прохождения денег.
- Риск «Долготерпения»: Если долг привлечен с надеждой на то, что кредитор проявит гибкость в ответ на нужды заемщика продлить сроки погашения — но затем этот долг передается новому кредитору, который не имеет такого долготерпения, то природа обязательств может измениться и воздействовать на заемщика неблагоприятным образом. Такие события происходили и в РФ, когда региональные обязательства относительно сельскохозяйственных кредитов (ряд долгов, по которым ожидалась некоторая гибкость со стороны федеральных агентств, являющихся кредиторами по этим долгам), были проданы как «сельскохозяйственные облигации» другим инвесторам, у которых долготерпения не оказалось. Кредит, считавшийся «льготным», внезапно стал «жестким».
- Риск цены выкупа: Планирование долга может часто включать такой компонент, как предполагаемый выкуп существующего долга из рыночных источников. В качестве примера можно привести инструменты с большими объемами и единым сроком погашения, типа еврооблигаций или рублевых облигаций, по которым заемщик часто планирует «растянуть» срок платежа путем досрочного выкупа обязательств на рынке в течение определенного периода. Однако, если вследствие выкупа изменятся процентные

ставки или цены на выкупаемые обязательства, тогда выкуп по текущим ценам может оказаться невозможным, — существует риск, что администрации придется платить за погашение больше, чем показывает расчет по текущей рыночной стоимости долга.

- Риск со-инвестора: Если инвестиционные проекты были структурированы так, чтобы привлечь финансы со стороны для дополнения инвестиций администрации, то любой отказ со-инвесторов может привести к тому, что администрации придется выбирать между отказом от проекта или увеличением выделяемых фондов, взамен не поступивших от партнера.

#### **Г: Выбор новых инструментов заимствования**

Принятие новых решений по заимствованиям в идеале должны иметь такую последовательность:

1. Потребности: новые заимствования могут быть или необходимыми (например, для рефинансирования существующего долга, превышающего возможности обслуживания из текущего бюджета), или дискретными (например, для финансирования инвестиционной программы). Дискретный долг нельзя привлекать до тех пор, пока не определена соответствующая долговая емкость. Вынужденное заимствование (когда долговая емкость уже была превышена) не оставляет такого выбора, но все равно обеспечивает возможность анализа оптимальной конфигурации долга (см. также ниже «портфельный подход»).
2. Долговая емкость определяется способностью текущего бюджета выполнить все обязательства по обслуживанию долга (включая погашение основной суммы). Следует отметить, что долговая емкость в этом определении — это мера *потоков*, а не баланса: поэтому объем дешевого долгосрочного долга, который можно заимствовать без опасений, может быть существенно больше, чем объем краткосрочного и более дорогостоящего долга, который можно

покрыть за счет таких же текущих потоков. Когда долг больше долговой емкости, обслуживание зависит от способности привлекать новые заимствования; всегда существует риск, что такие новые заимствования не удастся привлечь, когда потребуется, — и когда-нибудь это произойдет наверняка, если избыточное заимствование будет продолжаться долгое время. Основная цель принудительного рефинансирования всегда должна заключаться в том, чтобы вернуться в пределы долговой емкости, например, стараться получить такой профиль нового долга (срок платежа, стоимость, риск и т.д.), который позволит удержать все платежи в пределах будущей емкости текущего бюджета. Часто при этом подразумевается, что доминирующим критерием должен быть срок платежа (что откладывает необходимость в погашении основной суммы из текущих доходов).

3. Риск: факторы риска существующего долга были перечислены выше; точно такие же соображения относятся к предполагаемому новому долгу. Альтернативные варианты заимствований можно анализировать с помощью модели плана для того, чтобы оценить чувствительность бюджета в будущем к определенным гипотетическим ситуациям. Из-за дефицита эффективных рублевых инструментов может быть очень трудно изменить профиль риска заимствований после привлечения долга (в отличие от Запада, где производные и другие инструменты позволяют бесконечно преобразовывать риски). Единственная реальная возможность сделать нужный выбор и избежать потенциально тяжелых последствий существует во время выбора исходного формата заимствования. Поэтому риск должен быть главным фактором в каждом решении о заимствовании и в большинстве случаев при выборе из альтернативных вариантов, вероятно, фактор риска должен иметь приоритет перед стоимостью (*см. ниже*).
4. Сроки погашения: такой параметр, как срок погашения, безусловно, имеет значительное влияние на ежегодные обяза-

тельства по обслуживанию долга и, следовательно, на способность текущего бюджета выполнить эти обязательства. В российских условиях до настоящего времени большинство долгов были очень краткосрочными и превышали возможности бюджета обслуживать их (эта проблема до сих пор замаскирована требованиями отчетности о представлении данных о *чистом*, а не *полном* объеме заимствований бюджета за год), поэтому значительная часть общего объема заимствований состояла из принудительного рефинансирования существующего долга. Единственный способ решения этой проблемы (за исключением дефолта или продажи активов) состоит в том, чтобы (когда позволяют обстоятельства) последовательно удлинять сроки погашения долга так, чтобы выплаты приводились в соответствие с емкостью. Как предложено выше, если «определенные» преимущества в смысле удлинения сроков платежа могут быть достигнуты ценой некоторого риска (например, при замене короткого рублевого на более длинный долларовый долг — но где большая диверсификация рисков может сделать это приемлемым), тогда стоимость удлинения сроков может оправдать риск.

Здесь следует подчеркнуть необходимость удостовериться в том, что «срок погашения» рассматриваемого долга — это самая ранняя дата, когда кредитор может по контракту потребовать средства обратно. В РФ было много примеров, когда кредиты выдавались как будто на три или пять лет, но в контракте содержался пункт, позволяющий кредитору по его собственному усмотрению требовать возврата средств через шесть месяцев или год. Для целей управления все виды финансирования должны рассматриваться с учетом более короткого срока погашения, а не более длинного.

5. Стоимость: стоимость нового или существующего долга обычно достаточно видна и доступна точному вычислению (неопределенные параметры можно идентифицировать и измерить путем анализа чувствительности и риска). По-

этому стоимость зачастую становится доминирующим фактором при принятии решения о заимствованиях. Однако «определенность» стоимости долга часто кажущаяся (из-за неизвестных количественных параметров, которые могут возникнуть вследствие риска). Слишком большой акцент на стоимости и недостаточный — на других факторах выбора долга может привести к систематическим неверным решениям.

При условии, что все факторы, такие, как потребность, емкость, риски и сроки платежа, рассмотрены и признаны удовлетворительными, тогда стоимость, безусловно, является определяющим критерием для выбора между альтернативными вариантами. Необходимо удостовериться, что все аспекты стоимости каждого из альтернативных вариантов включены в расчеты и что результаты выражены в форме, одинаковой для всех альтернатив (то есть, проценты или дисконты, формула простого или сложного процента, преобразования и т.д.).

Как правило, лучшим способом является анализ «стоимости к моменту погашения», рассчитываемой как «внутренняя норма доходности» (Internal Rate of Return) для всех долговых платежей — то есть ставка дисконтирования, приводящая к нулю сумму дисконтированной чистой полученной наличности (со знаком плюс) и всех будущих платежей (со знаком минус). При проведении этого анализа важно удостовериться, что учтены соответствующие факторы неопределенности (то есть, изменение рублевой стоимости будущих долларовых платежей или неизвестных процентных ставок в случае «вынужденного рефинансирования»). В какой-то степени это уменьшает сравнительную стоимость, вычисляемую с учетом допущений: более определенные факторы следует рассматривать первыми.

- б. Улучшение условий: условия, на которых долг доступен заемщику, обычно являются комбинацией факторов рыночной среды в данное время и оценки заемщика предпо-

лагаемыми кредиторами. Заемщик обычно мало что может сделать с рыночной средой (хотя некоторые региональные администрации могут в среднесрочном плане повлиять на конъюнктуру рынка в своей области — хотя попытки «направить» рынок обычно работают только в ближайшей перспективе и заканчиваются уничтожением внутренних самопроизвольных потоков, что в будущем ухудшит перспективы администрации в плане новых заимствований).

Гораздо больше возможностей у регионов в плане влияния на относительное восприятие инвесторов и, следовательно, на перспективы улучшения таких параметров, как объемы, сроки платежа, цены и другие условия предоставления долга. При этом имеет значение как *фактическое усовершенствование кредитоспособности* администрации — принятие и исполнение принципов «Лучшей практики» в управлении долгом и финансами вообще, — так и *улучшение восприятия*. Последний фактор, по существу, касается *прозрачности* — могут ли кредиторы (и другие заинтересованные стороны) считать, что они имеют достаточно точное понимание финансового положения и перспектив администрации (и, конечно, они не должны испугаться того, что увидят).

Фактическое усовершенствование управления бюджетом является слишком большой темой, чтобы охватить ее здесь в полном объеме, за исключением того, что уже обсуждалось в главе о «Лучшей практике»; улучшение восприятия можно описать в целом как предоставление информации о бюджете и перспективах — более полной, более надежной и более доступной. В качестве примера можно привести подготовку и публикацию материалов (в письменном или электронном виде) помимо минимума, необходимого в соответствии с Бюджетным кодексом, Бюджетной классификацией и другими законодательными требованиями. Необходимо принять решение относительно баланса между необходимостью в раскрытии информации (чтобы обеспе-

чить уверенность среди кредиторов) и конфиденциальностью. Аргументы в пользу секретности вообще характерны для Российской Федерации; руководители администраций редко понимают, во сколько им обходится пресловутая секретность в плане уменьшения емкости и ухудшения условий для заимствования и доступа к финансированию и в плане невозможности активизировать энергию и инициативу участников рынка, неподвластную административному руководству.

#### **Д. Будущая долговая емкость**

Способность принимать инвестиционные планы и решения и способность удерживать объем гарантий в допустимых пределах будет зависеть от способности предсказать будущую долговую емкость.

Первичная цель формата финансового плана — анализ доступности будущих денежных потоков для обслуживания долга, как в целях обеспечения удержания существующего долга в пределах емкости обслуживания из текущих доходов без расчета на рефинансирование, так и для того чтобы показать, сколько еще средств доступно для дополнительных дискретных инвестиций. Понятно, что точный объем доступных средств будет зависеть от конкретного формата и условий.

#### **Значение «портфельного» подхода к долговым решениям**

В Российской Федерации существует тенденция (ныне определенная новым Бюджетным кодексом в качестве законодательного требования) привязки отдельных заимствований к конкретным инвестиционным проектам. Имеются аргументы в пользу такого подхода (особенно необходимость гарантировать, что долг действительно используется на инвестиционные цели). Однако такой подход зачастую нереалистичен (деньги «взаимозаменяемы» — в действительности почти невозможно проследить движение одного конкретного рубля; как вода, ко-

торая вливается в бассейн и выливается из него, но мы при этом не сможем сказать, где какая капля). Обычно очень немногие заимствования *напрямую* идут на инвестиционные расходы: со времени привлечения и до момента оплаты инвестиционных расходов они «хранятся» на банковском счете или в другой форме. Другие заимствования (в России в настоящее время) идут на рефинансирование существующего долга к погашению. На практике проверка производится из расчета совокупных потоков, а не отдельных операций. Задачи, для выполнения которых осуществляется «привязка» отдельных займов к конкретным целям, могут быть решены более эффективно и более реалистично, если это делать в совокупности, а не по отдельности.

Помимо этого, имеются и другие значимые аргументы в поддержку такого «портфельного» подхода.

1. Концентрация «целевых» ограничений вызывает стремление гарантировать, что каждый долг может быть обслужен за счет доходов от связанного с ним инвестиционного проекта. В результате возникает вероятность чрезмерного акцента на «коммерческих» инвестиционных проектах в противоположность экономическим или социальным и опасное стремление положиться на то, что каждый инвестиционный проект будет исполняться в соответствии с ожиданиями. В этом случае пропадает принципиальная важность положения о способности обслуживания долговых обязательств бюджета за счет текущих доходов общего бюджета (основное положение «Лучшей практики» почти во всех других странах). Вместо этого возникает расчет на отдельные проекты — за счет либо текущих доходов, либо ликвидации активов, либо рефинансирования.
2. Связанные коммерческие инвестиционные проекты, по всей вероятности (в условиях российского рынка капитала с короткими сроками и высокой стоимостью), будут краткосрочными и высокорисковыми, если они должны покрывать обязательства по обслуживанию долга за счет денежных по-

токов. В результате увеличивается объем инвестиций в ценные бумаги (ГКО, МКО, банковские депозиты) или в спекулятивные проекты, связанные с недвижимостью, что создает абсолютно неприемлемые риски для российских администраций. Возможно, что именно это замедлило развитие инвестиций как частного капитала, так и администраций в инфраструктурные и социальные проекты.

3. Если долг и инвестиции рассматривать во взаимосвязи, то вполне вероятно, что в любой момент либо долг, либо инвестиции могут оказаться привлекательными для администрации, а другой компонент может быть очень далек от оптимального. Только при разделении решений по каждому из этих компонентов возникает реальная перспектива оптимизировать решения как по долгу, так и по инвестициям. Это целесообразно с точки зрения стоимости, риска, сроков платежа и почти всех других критериев выбора отдельных заемных инструментов. Например, если в современных российских обстоятельствах единственный практический метод ухода от чрезмерных долговых рисков (помимо отказа от заимствований вообще) состоит в том, чтобы диверсифицировать риски, обычно невозможно достичь такой диверсификации в рамках одной транзакции. Решения по диверсификации рисков или распределению сроков платежа должны рассматриваться в аспекте полного долгового портфеля, а не по отдельным сделкам.
4. Еще один момент связан с тем, что если все заемные средства должны быть привязаны к конкретным инвестиционным проектам, то спонсоры технически слабых проектов могут постараться привязать их к особенно привлекательным займам. В результате намного усложняется объективный отбор инвестиционных проектов, которые являются приоритетными для администрации. Одним из известных примеров (которого трудно избежать) является стремление некоторых кредиторов (например, международных агентств) ограничить цели использования предоставляемых

заемных средств. Эти займы часто являются наиболее привлекательными из всех доступных администрации (самый длинный срок платежа, самая низкая стоимость), и некоторые ограничения могут быть целесообразными в смысле внедрения более жесткой дисциплины использования долга для финансирования хорошо обоснованных проектов. Однако излишняя жесткость в определении целей может иметь отрицательный эффект, когда второстепенные инвестиционные проекты принимаются перед приоритетными, что приводит к исчерпанию большей части или даже всей долговой емкости бюджета. По сути дела, отбор инвестиционных проектов в этом случае передается кредитору.

5. Даже если возможность проекта генерировать денежные средства рассматривается как необходимый инвестиционный критерий (что, вероятно, является разумным в ситуации, когда бюджетные средства так ограничены, как в Российской Федерации), бюджет все равно несет ответственность за долг и подвержен риску рефинансирования или ликвидации активов в случае, если долг не удастся обслужить за счет общих доходов бюджета. Для стабильности и обоснованности управления долгом необходимо, чтобы общая возможность бюджета обслужить долг в случае, если проект провалится, была компонентом всех долговых решений. Однако при видимой взаимосвязи отдельных займов и индивидуальных инвестиционных проектов этот момент становится скрытым. Только в том случае, если долг *полностью* возложен на связанный с ним инвестиционный проект (без права регресса на общий бюджет), можно не оценивать возможности обслуживания долга из текущего бюджета.
6. Инструмент, который может существенно помочь в разработке долговой и инвестиционной политики, — «стоимость пула» средств: это смешанная стоимость всего заемного финансирования, доступного бюджету (или иногда — предельная стоимость следующего заимствования, сравнивае-

мая с предельной окупаемостью следующей инвестиции). В число преимуществ этого метода входит использование значения «стоимости пула» как некой точки отсчета при оценке новых заемных возможностей. При этом необходимо стремиться максимально улучшить это значение по как можно большему количеству критериев отбора долга, а не только по стоимости. В то же время «стоимость пула» можно использовать как ориентировочную стоимость финансирования, применяя ее при оценке всех рассматриваемых инвестиций. Если проекты оцениваются по их предполагаемой прибыли — прямые и косвенные денежные потоки и социальные преимущества — и если эта прибыль соответствующим образом взвешивается, чтобы учесть сравнительные риски, то эта общая стоимость финансирования представляет собой нейтральную точку отсчета для сравнения различных проектов по их конечной прибыли с учетом стоимости финансирования. Если конкретные средства предназначены для конкретных проектов, то внешняя привлекательность проекта может сильно зависеть от объема средств, направляемых на его реализацию.



# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЛАН И ПРОЦЕСС

## КОНКРЕТНЫЕ ЗАДАЧИ И ТЕХНИЧЕСКАЯ ПОМОЩЬ

Подготовлено в ноябре 1998 года для  
Администрации Санкт-Петербурга

### 1. Бюджет и процесс финансового планирования

#### Задачи

- a) При представлении проекта бюджета разработать и включить параметры будущих совокупных инвестиционных расходов; включить все известные существующие одобренные инвестиционные обязательства и определить объем нераспределенных инвестиционных расходов на каждый год. Эти параметры будут рассматриваться Законодательным Собранием в рамках стандартного бюджетного процесса.
- b) При представлении проекта бюджета указать объем резервного фонда на покрытие поручительств.
- c) При представлении проекта бюджета включить ожидаемые доходы и расходы по утвержденным инвестиционным проектам и стоимость их финансирования; также указать предполагаемые стоимость финансирования, доходы и расходы по не утвержденным проектам. Теоретически по последним проектам сумма доходов и расходов будет равна нулю, а стоимость финансирования — равняться ожидаемой средней стоимости заимствований города в соответствии с планом по долгу.
- d) В течение года участвовать в процессе отбора инвестиционных проектов путем проверки результатов принятия потенциальных инвестиционных обязательств на модели финансового плана. В случае явно выраженных последствий по

доходам и расходам или при связанном финансировании с характеристиками, отличными от исходного плана, указать результативное последствие для бюджета. В случае положительного воздействия освобожденные средства могут быть использованы для дополнительных инвестиций.

- e) Аналогично при изменении вероятности потерь по поручительствам следует незамедлительно отразить их в финансовом плане с соответствующим уменьшением объема нераспределенных средств.
- f) Кроме того, следует разработать юридическую процедуру получения одобрения Законодательного Собрания, с одной стороны, и обязательства Администрации — с другой, по рассмотрению инвестиционных расходов будущих лет по утвержденным проектам как своего рода «защищенных статей».

#### Необходимая техническая поддержка

- a) Продолжение работы над моделью финансового плана и включение в него отдельного плана по долгу и инвестиционного плана («Модель В»).
- b) Развитие методологии оценки и учета финансовых рисков по поручительствам, интеграция их в инвестиционный план и контроль.
- c) Разработка бюджета развития на срок более одного года (долгосрочной программы), интегрированного с текущим бюджетом (например, инвестиционные затраты и последующее обслуживание долга — либо исходного, либо рефинансирования — должны быть покрыты за счет текущих доходов, что необходимо включить в бюджет защищенной статьей).

## **2. Инвестиционная стратегия и политика**

Это «политический» компонент инвестиционного процесса, который должен быть увязан с общими приоритетами города, а не с отдельными проектами. Функции этого компонента инвестиционной политики должны четко отличаться от

функций компонента инвестиционного отбора и исполнения. В оптимальном варианте эти функции должны быть распределены между различными людьми (политика и стратегия определяется правительством города, а внедрение осуществляется специалистами).

Политика должна охватывать инвестиционный процесс и выдачу поручительств, если они являются условными будущими обязательствами города (поручительства, выданные на оплату текущих расходов, следует рассматривать как отсрочку платежа и статью расходов текущего бюджета).

#### Задачи

- a) Разработать межведомственное соглашение по целям и приоритетам инвестиционной политики города, которые, по всей вероятности, будут близки «Стратегическому плану» Санкт-Петербурга. При этом следует учесть относительные преимущества «социальных» проектов (нужных горожанам, но не окупаемых) и «полукоммерческих» проектов, например, инфраструктурных, которые могут быть полностью или частично окупаемыми.
- b) Преобразовать общие стратегические положения в список объективных критериев для отбора инвестиционных проектов.
- c) Эти критерии должны обеспечить механизм оценки конкурирующих приоритетов внутри «социальной» и «полукоммерческой» категорий и между ними. Эти критерии должны быть объективными (то есть измеримыми) и прозрачными (то есть видимыми).
- d) Критерии должны также предусмотреть стандарты требуемой оценки и структуру разделения ответственности и учета по принятым проектам. Они должны включать объективные стандарты оценки для выполнимости, стоимости и т.д.
- e) Эта концепция ответственности и учета должна активно пропагандироваться; следует предусмотреть поощрения за хорошо спланированные и выполненные проекты, а также санкции за продвижение плохих проектов, но без приме-

нения санкций в случае изменения обстоятельств или «обоснованных» ошибок.

- f) Помимо правил отбора инвестиционных проектов, разделения ответственности и учета следует принять правила закупок, внедрения проектов и последующего мониторинга (с учетом результатов в будущем).
- g) Инвестиционная политика должна установить основные принципы, которые могут быть воплощены преимущественно работниками Администрации. Это является целесообразным как с точки зрения практичности (если на каждый, даже небольшой проект получать одобрение Законодательного Собрания, это парализует инвестиционный процесс), так и политики, поскольку нежелательно делать принятие каждого проекта предметом политиканства. Инвестиционные решения должны приниматься на основе объективной оценки соответствия проектов определенным объективным критериям. Оценка и отбор проектов должны относиться к функциям исполнительной власти в рамках принятой политики, а политика, определяющая набор критериев и методы оценки, должна быть одобрена Законодательным Собранием.
- h) Тем не менее может оказаться целесообразным сделать определенные проекты предметом рассмотрения Законодательного Собрания. Например, для крупных проектов или поручительств (предположим, более 15 млн долларов) или для проектов, предусматривающих обязательства в размере более 2,5 млн долларов в последующие годы.

Необходимая техническая помощь

Помощь в формулировке и определении каждой из вышеупомянутых задач; определение и развитие инструментов и методов выполнения каждой из задач, а также в их выполнении.

### 3. Оценка проектов

Оценка проектов должна проводиться объективно, по известным правилам, а не по политическим мотивам. Законодательное Собрание не должно участвовать в оценке. Оценка подразумевает сбор и анализ объективной информации о характеристиках проектов, сравнение этих показателей между собой и с параметрами, определенными в инвестиционной политике города. Конечно, на практике политические факторы могут оказывать некоторое влияние при отборе проектов, но их не следует рассматривать при экономической оценке.

#### Задачи

- a) Завершение всего необходимого анализа предполагаемых инвестиционных проектов, определение их выполнимости, стоимости, а также характера, масштабов и реальности преимуществ от воплощения проектов в будущем.
- b) Такой анализ призван обеспечить как минимум информацию, соответствующую критериям осуществления инвестиционной политики, а также дополнительную информацию, соответствующую характеру каждого проекта.
- c) В идеале эти задачи должны выполняться не неким централизованным органом для всех проектов, а командой экспертов, ответственных за выдвижение проекта и предполагающих осуществить внедрение проекта (которые, как правило, обладают более детальными знаниями реальных характеристик проекта и его потенциала). В этом случае такой анализ должен стать предметом независимой оценки в ходе инвестиционного процесса (отбора проектов). В некотором смысле такой анализ, поддерживающий потенциальные инвестиционные проекты в период до их утверждения, можно рассматривать как «заявку» на внутреннем аукционе ограниченных инвестиционных ресурсов; такие «заявки» должны быть достаточно стандартизированы и объективны, чтобы их можно было сравнивать с друг дру-

гом (отсюда — роль критериев, принимаемых в соответствии с инвестиционной политикой).

- d) Анализ должен ясно показывать, какие преимущества проекта относятся к социальным, а какие — к коммерческим или полукommerческим. Для всех полукommerческих компонентов анализ должен показывать финансовые параметры проекта с четким объяснением, почему данный проект на основании этих параметров должен финансироваться за счет ограниченных бюджетных средств, а не за счет коммерческого капитала.
- e) Анализ проекта должен включать график привлечения и использования средств и достижения результатов; экономические результаты проекта (влияние на текущие доходы или расходы бюджета города); влияние на стоимость заемных средств для города (если проект не имеет собственного льготного финансирования, то стоимость заимствования по проекту следует включить в план по долгу как предельную; если проект имеет льготное финансирование за счет международных агентств или национальных экспортных кредитных агентств, то эту льготу следует учесть при оценке проекта и включить в финансовый план в случае принятия проекта).
- f) Анализ должен ясно указывать, кто является ответственным за оценку проекта, а также за данные и допущения, входящие в анализ, и кто будет нести ответственность за выполнение проекта в соответствии с проведенным анализом и утвержденным графиком работ.  
Необходимая техническая помощь
  - Помощь в разработке форматов, порядка и правил для каждой из вышеупомянутых задач.
  - Помощь в обучении должностных лиц Администрации выполнению этих задач.

#### **4. Отбор инвестиционных проектов**

##### Задачи

Процесс отбора инвестиционных проектов является центральным узловым моментом для всех конкретных проектов, как для прямых инвестиций, так и для поручительств. Учитывая имеющиеся объемы средств (см. п. 1), задачи, приоритеты и критерии (п. 2), а также объективные характеристики конкретных проектов (п. 3), в ходе процесса отбора проектов необходимо идентифицировать те проекты, которые по отдельности и в совокупности наилучшим образом отвечают интересам города, в рамках существующих финансовых возможностей.

По своему характеру данный процесс подразумевает принятие решений относительно конкурирующих проектов, поддерживаемых представителями различных кругов города. Чтобы наилучшим образом отвечать интересам города, а не интересам конкурирующих спонсоров проектов, процесс принятия решений должен быть максимально объективным и прозрачным. В качестве основания для отбора проектов следует использовать установленные критерии и результаты проведенного анализа. С политической точки зрения это может оказаться довольно сложным. Тем не менее следует приложить максимум усилий для того, чтобы гарантировать независимость этого процесса от действий любой группы лиц, имеющих собственные интересы; принятие решений должно происходить при участии представителей каждого из основных комитетов Администрации (например, комитетов по имуществу, строительству, городскому хозяйству, социальной политике, экономике, финансам и т.д.) и под председательством должностного лица самого высокого уровня.

Поскольку процесс отбора проектов подразумевает конкуренцию между проектами, лоббируемыми представителями различных групп интересов, представленными в городе, является целесообразным, чтобы процесс отбора проектов

осуществлялся на основании объективных рациональных критериев, отвечающих интересам города в целом. Этого вряд ли удастся достичь, если принятие решений станет предметом политической торговли между представителями этих групп.

Таким образом, желательно, чтобы процесс отбора проводился представителями исполнительной власти, но в соответствии с установленными правилами, одобренными законодательной властью. Деятельность по отбору проектов должна быть подотчетна Законодательному Собранию либо напрямую, либо через промежуточный орган, но эта подотчетность должна подразумевать только проверку соответствия принятым правилам — следует предотвратить возможность ее использования отдельными депутатами в качестве рычага при лоббировании собственных политических проектов.

#### Задачи

Следует проводить регулярные (раз в месяц?) заседания для принятия решений по отбору проектов. Утверждение проектов должно производиться в соответствии с принятой инвестиционной политикой города (одобренной Законодательным Собранием) и на основании объективных критериев (также одобренных Законодательным Собранием в качестве части инвестиционной политики города).

Общий объем утвержденных и предполагаемых инвестиционных расходов должен находиться в пределах, установленных в бюджете и финансовом плане; основанием для принятия положительного решения как по отдельным проектам, так и по группе проектов в совокупности должно быть максимально эффективное использование инвестиционного бюджета в интересах города. Разработанная инвестиционная политика и объективные критерии должны стать основанием для такого анализа.

Параллельно этому комитет должен рассматривать баланс выданных поручительств и любые заявки на выдачу по-

ручительств. Поскольку средства на инвестиции и на поручительства имеют один и тот же источник, то решения следует принимать в одном и том же месте (чтобы одни и те же средства не были распределены дважды).

Комитет по отбору инвестиционных проектов должен публиковать список одобренных инвестиционных проектов с указанием оснований для их одобрения.

#### Техническая помощь

Помощь с разработкой методологии и «набора инструментов» для выполнения каждой из этих задач, а также соответствующее обучение специалистов, назначенных в этот комитет.

## **5. Внедрение**

### Задачи

Любой утвержденный проект должен быть осуществлен в максимально возможной степени в соответствии с принятым решением.

Этот процесс должен включать:

- завершение любых оставшихся проектных работ и ТЭО;
- приобретение всех внешних ресурсов на наиболее выгодных для Администрации условиях (в соответствии с принятыми правилами закупки и при соответствующем контроле);
- мониторинг качества и стоимости работ по ходу осуществления проекта; жесткая дисциплина, гарантирующая, что любые задержки проекта становятся известными Администрации, которая должна иметь возможность в случае необходимости принять соответствующие шаги по исправлению ситуации и наказанию виновных.

Поэтому необходимо ввести практику представления регулярных отчетов о выполнении каждого проекта, причем любые отклонения от принятого графика работ, расходов и качества проекта следует выносить на рассмотрение комитета по отбору инвестиционных проектов и комитета по инве-

стиционной политике. Если проект был одобрен Законодательным Собранием, то отклонения от принятых проектных параметров необходимо также представлять на рассмотрение Законодательного Собрания.

В высшей степени целесообразным является четкое определение персональной ответственности за каждый проект назначенного лица или группы лиц, которые должны быть заинтересованы в конечном результате, то есть должны получать определенную выгоду от успешного завершения проекта и быть дискредитированы (материально и морально) в случае провала проекта.

С этой точки зрения следует обеспечить участие этого ответственного лица или группы лиц в первоначальной оценке проекта. Если кто-то другой считал ТЭО, допущения, затраты и т.д., тогда исполнители всегда имеют возможность сослаться на то, что провал проекта связан с ошибками в оценке проекта, а не во внедрении. Если же оценка и осуществление проекта возложены на одно и то же лицо или группу лиц, тогда вся ответственность лежит на этом лице и есть основания надеяться, что все силы действительно уйдут на работу над проектом, а не на поиск виновных.

По завершении проекта следует подготовить подробный отчет с указанием фактических затрат, графика работ, оценки качества и т.д. по сравнению с первоначальной проектной оценкой.

## **6. Последующий анализ**

### Задачи

Желательно, чтобы каждый проект становился предметом детального анализа через некоторое время после его завершения и по истечении определенного срока эксплуатации построенных мощностей. Задача такого анализа состоит не в оценке успеха или провала исходного ТЭО или осуществления проекта, а в оценке правильности инвестиционной политики. Такой анализ должен проводиться не теми, кто зани-

мался оценкой и внедрением, а представителями комитета по инвестиционной политике.

Этот анализ должен показать, в какой степени исполнение проекта соответствовало исходной оценке проекта (см. п. 5), а также определить экономические результаты завершённого проекта. Иными словами, следует ответить не только на вопрос, был ли проект осуществлён в соответствии с исходной оценкой, но и достигнуты ли основные цели данного проекта.

Конечные результаты такого анализа должны быть учтены в инвестиционной политике, которая должна отражать практические результаты.

#### Техническая помощь

Техническая помощь призвана помочь городу в разработке и осуществлении процедур анализа, соответствующих вышеописанным целям.

### **7. Содействие инвестициям**

Привлечение инвестиций в Санкт-Петербурге, согласно некоторым сообщениям, сдерживается рядом факторов, обычных для государственных и частных проектов. В число этих факторов входят (без оценки соответствия действительности):

1. трудность в определении срока аренды или права собственности;
2. количество требуемых лицензий и регистрации;
3. другие регулирующие согласования;
4. режим налогообложения по сравнению с Ленинградской областью и другими российскими регионами;
5. трудности в общении с местными налоговыми органами;
6. беспокойство по поводу уровня преступности и коррумпированности чиновников;
7. недостаток понимания инвестиционных возможностей Санкт-Петербурга;

8. нехватка бюджетных фондов для инвестиций в государственный сектор;
9. отсутствие ясной юридической среды, устанавливающей известные и предсказуемые права кредиторов, инвесторов и частного капитала как партнера в государственных предприятиях.

Решение этих вопросов поможет улучшить инвестиционный климат Санкт-Петербурга для инвесторов как в государственный сектор, так и в коммерческие проекты. Одна из рассматриваемых идей — создание Центра содействия инвестициям (в данном случае слово «содействие» подчеркивает, что такой центр не должен сам выступать в качестве инвестора; его задача — оказывать поддержку перспективным проектам и инвесторам в осуществлении задуманного).

Основными задачи такого центра могут быть:

- определение реальности и актуальности перечисленных выше проблем;
- если перечисленные выше проблемы являются в основном мнимыми, необходимо улучшить связи с инвесторами, с тем чтобы неправильное представление не распространялось среди других потенциальных инвесторов;
- если эти проблемы являются реальными, необходимо продумать пути их решения.

Все это предполагает глубокое изучение аналогичных проблем и эффективных методов их решений в других местах — как в Российской Федерации, так и за рубежом.

Такой центр должен быть абсолютно нейтральным как по отношению к типу проектов — государственное или частное финансирование и контроль (иначе предпочтение, оказываемое одной группе, может вызвать отрицательное влияние и замедление инвестиционной деятельности другой), так и по отношению к конкурирующим коммерческим инвесторам. Иными словами, услуги такого центра должны быть доступны всем заинтересованным сторонам в целях содействия всем

потенциально осуществимым инвестиционным проектам, а не для поддержки отдельных проектов.

## **8. Финансирование**

### Задачи

В процессе разработки бюджета и финансового плана город также готовит план финансирования. Этот план финансирования должен в любом случае охватывать источники финансирования, достаточные для покрытия полного объема предполагаемых инвестиционных расходов (см. также п. 1 — «интегрированный» финансовый план должен гарантировать взаимное соответствие объемов долга и инвестиций).

Таким образом, «базовая стоимость» финансирования инвестиционных расходов может быть установлена на основании ожидаемой финансовой стоимости долга из бюджета и финансового плана. (Объем нового долга в любом году всегда должен быть меньше полного объема инвестиционных расходов, так, чтобы вся стоимость нового долга относилась на инвестиции.)

Если спонсоры конкретного проекта располагают средствами финансирования проекта с меньшей стоимостью для бюджета — например, при связанном кредите от специального агентства, типа кредитно-экспортного агентства, ЕБРР, МБРР и ЭИБ, то это безусловно уменьшает полную стоимость проекта и делает его более привлекательным с учетом общих бюджетных ограничений.

Аналогично, если имеется возможность привлечь частное коммерческое финансирование, с тем чтобы освободить бюджет от необходимости финансировать акционерный капитал проекта, то это позволит высвободить ограниченные финансовые ресурсы города для других важных проектов.

Город должен обеспечить наличие взаимосвязи между фактическими параметрами стоимости рассматриваемых и утвержденных проектов и остатками средств для финансирования дополнительных проектов, для того чтобы стимулировать

вать поиск наиболее подходящих и выгодных источников финансирования в каждом случае.

Власти Санкт-Петербурга (совместно с Центром содействия инвестициям) должны проводить активную политику «продажи» Санкт-Петербурга как места приложения инвестиций. Это подразумевает проведение деловых визитов в главные инвестиционные центры (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт и т.д.) в целях привлечения внимания потенциальных инвесторов.

## МОДЕЛЬ ОТБОРА ИНВЕСТИЦИЙ ПО РАЗЛИЧНЫМ КАТЕГОРИЯМ

Одной из часто встречающихся проблем при составлении реестра приоритетных бюджетных проектов является поиск «компромисса» между различными категориями инвестиций. Иногда бывает довольно трудно в условиях ограниченных бюджетных ресурсов выбрать между инвестиционными проектами, которые генерируют достаточно денежных доходов, тем самым уменьшая нагрузку на бюджет, и социальными проектами со значительными социальными или гуманитарными преимуществами, но без финансовой окупаемости для бюджета.

Более того, на практике почти все проекты оказываются «смешанными», то есть могут генерировать некоторые прямые денежные доходы (недостаточные, однако, для окупаемости всего проекта), иметь определенный экономический компонент (подсчитать который может быть легко или трудно в зависимости от обстоятельств) и определенные социальные преимущества, соответствующие принципам государственной политики.

Эта проблема не уникальна для Российской Федерации, но здесь она усложняется в силу ограниченности инвестиционных средств (очень жесткий текущий бюджет и зачастую превышенная заемная емкость) и краткосрочности и дороговизны рынка заемных средств, что приводит к очень высокой стоимости обслуживания долга. Также нередко бывает трудно определить, каковы возможности завершения начатых инвестиционных проектов и какова их стоимость.

В связи с этим возникает стремление потребовать самоокупаемости всех инвестиционных проектов, финансируемых за счет заемных средств. Но такой подход вызывает вопрос, какие проекты считать финансируемыми за счет заемных средств, а какие — за счет собственных доходов (см. также раздел про Пуловый подход). Кроме того, непризнание

«смешанного» характера большинства проектов ведет к постановке задач, которые могут быть выполнены только за счет высокорисковых или чисто коммерческих (иногда «антисоциальных») проектов.

Ниже приводится модель отбора проектов, не повторяющая какие-либо практические методы других стран, но приспособленная к конкретным обстоятельствам нынешнего переходного периода в Российской Федерации.

В целях анализа все инвестиционные проекты разделяются на три категории.

В соответствии с предлагаемой структурой на первом этапе выделяются три категории инвестиционных целей:

1. коммерческие,
2. экономические,
3. социальные.

Задача дальнейшего анализа состоит в том, чтобы «разбить» каждый рассматриваемый инвестиционный проект на эти три компонента, с тем чтобы определить, какая часть инвестиций может считаться самокупаемой, а какая — требует субсидий из бюджета.

Коммерческие инвестиции. В данном случае подразумевается доля капитальных вложений в любой рассматриваемый проект, которая может окупиться в будущем за счет прямых доходов от проекта (по методу дисконтированных денежных потоков). Под прямыми доходами подразумеваются все денежные потоки доходов (плата за проезд, арендные платежи, платежи за пользование муниципальными услугами и т.д.), которые одинаково доступны как администрации, так и частному инвестору. В идеальном случае теоретически можно было бы рассчитать эту долю капитальных вложений путем выставления потока доходов на продажу частным инвесторам и последующего анализа предлагаемых цен (то есть того, сколько готовы платить частные инвесторы). Однако в России в настоящее время это сделать практически невоз-

можно, особенно с учетом того, что такая «продажа» может потребовать также перехода управления проектом в руки частных инвесторов, что может быть нежелательно для администрации. Поэтому долю самоокупаемых капитальных вложений следует определять на основании расчета доходного потенциала проекта, оценки рисков и так далее. Необходимо следовать принципу, что *только* коммерческие характеристики проекта *сами по себе* не могут служить основанием для его утверждения; при выполнении этого условия удастся преодолеть искушение зависить потенциальные доходы и получить реалистичную оценку.

Экономические инвестиции. В данном случае подразумевается доля капитальных вложений, которая может окупиться в будущем (при оценке по методу дисконтированных денежных потоков) за счет дополнительных и зачастую косвенных (не прямых) доходов от проекта, которые доступны только для администрации. Примеры таких косвенных доходов включают прямое и косвенное влияние на будущие налоговые поступления, как непосредственно в результате исполнения проекта, так и за счет внешних преимуществ, например, роста стоимости недвижимости, находящейся в собственности данного субъекта Российской Федерации, или снижение в будущем потребности в других видах расходов, например, капитальные расходы на экологические проекты должны привести в будущем к снижению расходов на здравоохранение в связи с улучшением здоровья населения.

В сумме коммерческий и экономический компоненты показывают, в какой степени проект является «самообслуживающимся», то есть объем капитальных затрат, которые предполагается покрыть без участия бюджета в процессе обслуживания долга. Соответственно, остаток (баланс) можно считать «социальным» компонентом (см. ниже). Он показывает, в какой степени инвестиции опираются на прямые бюджетные субсидии, необходимые для обеспечения приоритетов социальной политики.

Социальный компонент инвестиций — это остаточная стоимость за вычетом коммерческого и экономического компонентов, как описано выше. Величина этого компонента является показателем стоимости проекта для бюджета, с которой и следует сравнивать ожидаемые социальные преимущества. Таким образом, сначала вычисляют и учитывают коммерческий и экономический компоненты, которые относительно легко поддаются количественному анализу. Основное преимущество такой последовательности состоит в том, что различные проекты можно затем сравнивать друг с другом на основании соотношения между стоимостью остаточного социального компонента и ожидаемых социальных преимуществ.

При этом сравнение конкурирующих проектов (смешанного типа или чисто социальных) можно проводить именно по соотношению стоимости и выгоды. Это соотношение все равно непросто вычислить точно, но по крайней мере легче проводить сравнение аналогичных компонентов. При этом относительные приоритеты различных социальных направлений (здравоохранение, образование, жилищно-коммунальное хозяйство, культура и т.д.) устанавливаются политически.

### **Стратегия выбора между различными категориями инвестиций**

Как отдельные проекты можно в аналитических целях «разложить» на коммерческий, экономический и социальный компоненты, так же можно представить общую инвестиционную стратегию в виде дерева целей всего инвестиционного бюджета.

При этом предполагается, что общий объем инвестиционных расходов должен устанавливаться в процессе формирования бюджета с учетом заемной мощности и будущих доходов, а также с учетом деления инвестиционных проектов на уже утвержденные и принятые к исполнению и на потен-

циальные, но зависящие от будущего финансового положения бюджета. В процессе формирования бюджета учитываются политические приоритеты между тремя вышеописанными категориями проектов.

На практике, конечно, все не так гладко. Общий объем инвестиционного бюджета сам по себе зависит от соотношения между коммерческими и экономическими проектами с одной стороны и социальными проектами — с другой. Если максимальный объем долга законодательно ограничен (например, 30% доходов бюджета), то увеличение доли коммерческих проектов приведет к росту доходов бюджета и увеличению заемной мощности в будущем. Если же объем долга ограничен только обоснованно рассчитанной возможностью обслуживания долга, то «самоокупаемый» компонент инвестиционных проектов, по сути, не увеличивает предельный объем долга.

Безусловно, чем меньше средств расходуется на коммерческие и экономические инвестиции, тем выше должна быть ставка дисконтирования при расчете капитальной стоимости этих инвестиций в целях снижения относительного веса коммерческих и экономических факторов при отборе проектов.

Несмотря на то что в условиях нехватки бюджетных средств и инвестиционных ресурсов по-прежнему существует стремление инвестировать преимущественно в коммерческие и экономические проекты, необходимо обеспечить такой порядок, чтобы решения об этом принимались на основании реалистичной оценки будущей окупаемости проектов без необоснованного завышения ожиданий.

Формальное определение процентного соотношения между тремя категориями инвестиций поможет обеспечить для начала хотя бы осознание потребностей в социальных инвестициях и прозрачность распределения финансовых средств даже в условиях их дефицита. По мере укрепления бюджетов и роста инвестиционных возможностей бюджета можно будет увеличить долю средств, направляемых на со-

циальные инвестиции и разработать методы контроля за стоимостью проектов.

Вышеописанный метод имеет еще одно преимущество — он учитывает то обстоятельство, что большинство инвестиционных проектов являются смешанными, то есть в них присутствуют два или все три компонента. Разделение каждого проекта на эти компоненты в аналитических целях позволяет уйти от требования использовать заемные средства для финансирования только самоокупаемых проектов. Коммерческие и экономические компоненты инвестиционных проектов по-прежнему будут удовлетворять этому принципу, но в совокупности (в портфеле), а не по отдельным проектам. При этом отстывает необходимость получения сверхвысоких доходов от отдельных проектов, что всегда чревато неприемлемо высокими рисками. Вместо этого необходимо поддерживать доходность всего портфеля инвестиций в соответствии с возможностями бюджета по обслуживанию долга и объемами социальных инвестиций.

Инвестиционная стратегия, учитывающая разделение на коммерческие, экономические и социальные категории, позволяет также разработать основные правила и утвердить приоритеты той или иной сферы бюджетной деятельности (например, здравоохранения, образования или жилищно-коммунального хозяйства). При этом становится возможным составить реестр инвестиционных проектов в порядке их приоритетности и приступать к исполнению каждого следующего проекта по мере появления необходимых финансовых ресурсов.

### **Результаты предлагаемого подхода**

Методика, предложенная и описанная выше, разработана с учетом реальной действительности и смешанного характера большинства инвестиций. Она позволяет добиться обоснованности и объективности принятия решений.

Кроме того, выделение коммерческого компонента по каждому проекту позволит в будущем приступить к поиску возможностей привлечения частного капитала для финансирования этого компонента. По мере разрешения юридических противоречий и увеличения доверия потенциальных кредиторов, пошатнувшегося после августовского кризиса 1998 года, привлечение частного капитала должно стать вполне реальным, что позволит значительно увеличить объем финансовых средств администрации на инвестиционные цели.

Далее коммерческий компонент может быть еще расширен, поскольку администрация сама сможет выступать в качестве покупателя субсидируемых бюджетных услуг у частного инвестора. При этом получение таких бюджетных услуг останется для потребителя (населения) бесплатным или субсидируемым, но отношения между администрацией и частным поставщиком будут строиться на чисто коммерческой основе. Такое превращение государственных инвестиций в частные позволит снизить нагрузку на ограниченные бюджетные средства и использовать методы и опыт корпоративного управления, что повысит эффективность бюджетных служб.

В число примеров такого взаимодействия государственных и частных структур в других странах входят объекты здравоохранения (строительство больниц, а не оказание медицинских услуг), уборка территорий, транспорт, отопление и другие службы, стоимость которых для населения остается на прежнем уровне, а иногда даже снижается.

Таким образом, разделение инвестиций на коммерческие, экономические и социальные позволяет определить возможности привлечения частного капитала и рассчитать объемы необходимых субсидий.

## СХЕМА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРУКТУРЫ

| <u>Тип инвестиций</u>   | <u>Социальные</u>  |
|---|--|
| <b>Основные характеристики</b> (Примечание: большинство инвестиций содержат компоненты двух или более категорий)  | Инвестиции на гуманитарные, экологические или другие социальные цели, не дающие финансовой прибыли, но тем не менее необходимые.   |
| <b>Способ определения объема</b> средств на каждую категорию инвестиций для инвестиционного процесса  | Баланс всех инвестиционных расходов за вычетом сумм на коммерческие и экономические цели. Объем определяется в соответствии с социальными выгодами при оценке проекта.   |
| <b>Формирование бюджета:</b> определение объема возможного финансирования на основании заемной емкости; соотношение между категориями (социальные, экономические и коммерческие) определяется политически | Итоговый социальный компонент равен сумме социальных компонентов всех проектов. Необходимо учитывать последующие эксплуатационные расходы, будущие доходы отсутствуют по определению.  |
| <b>Критерии отбора</b> в рамках каждой категории  | Решение на основе сравнения социальных преимуществ со стоимостью альтернативных проектов. Причем стоимость является остаточной, с учетом коммерческой и экономической выгоды, поэтому может быть довольно низкой. Но все инвестиции необходимо оценивать с точки зрения соотношения социальных преимуществ и финансовой стоимости. |

**1. Постепенно коммерческий компонент должен быть сведен к нулю за счет привлечения частного капитала, улучшения управления и контроля рисков коммерческой деятельности. Правильно построенные экономические инвестиции должны быть самофинансируемы в среднесрочной перспективе (для обслуживания долга достаточно экономических доходов), чистый объем инвестиционных расходов следует направлять на социальные цели.**

**2. Поскольку большинство проектов содержит элементы всех категорий, нецелесообразно требовать самофинансирования или самоокупаемости проектов в целом. Но это является необходимым компонентом «коммерческих» инвестиций и существенным компонентом «экономических».**

| <u>Экономические</u>  | <u>Коммерческие</u>   |
|---|---|
| Инвестиции, позволяющие увеличить определенные экономические доходы, доступные только для администрации (налоговая база, рост арендной платы и т.п.).   | Инвестиции, позволяющие получить прямые доходы, одинаково доступные как для администрации, так и для частного инвестора.  |
| Объем капитала, соответствующий чистой приведенной стоимости (NPV) всех выделенных и поддающихся количественной оценке экономических доходов.   | Объем капитала, соответствующий чистой приведенной стоимости (NPV) всех будущих прямых доходов. Необходимо понять, могут ли частные инвесторы вложить такие средства. Если да, можно отдать проект частному капиталу, если нет, - вложить бюджетные средства. |
| Итоговый экономический компонент равен сумме экономических компонентов всех проектов. Необходимо учитывать будущие доходы и расходы, хотя обычно в первые годы доходы отсутствуют.                                      | Итоговый коммерческий компонент равен сумме коммерческих компонентов всех проектов. Необходимо учитывать будущие доходы и расходы, хотя обычно в первые годы доходы невелики.   |
| Решение базируется не только на экономических факторах, которые используются главным образом для определения того, какую часть стоимости проекта можно считать «экономической» с учетом дисконтирования по риску и т.п. | Решение не базируется на коммерческих факторах, которые используются только для определения того, какую часть стоимости проекта можно считать «коммерческой» с учетом риска и дисконтированной приведенной стоимости и т.п.                                   |

**3. Если только проект и долг не выведены юридически из бюджета, все обслуживание долга является обязательствами бюджета. Поэтому решения о финансировании и инвестициях необходимо принимать на основании бюджетного портфеля в соответствии с вышеописанной методикой.**

## **СТИМУЛИРОВАНИЕ ВНЕБЮДЖЕТНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

Если бюджетные фонды недостаточны и имеется серьезная потребность стимулировать процесс инвестиций в инфраструктуру, коммунальные службы или местную коммерческую деятельность, то целесообразно привлекать на инвестиционные цели внебюджетные фонды.

Для решения этой задачи существуют две основные стратегии:

1. Привлечение частного капитала в такой форме, что это позволяет избежать лимитов на объем долга бюджета, но тем не менее позволяет использовать способность бюджета поглощать риски и стимулировать кредиторов и инвесторов. Это — метод выдачи гарантий. Трансакции при этом выводятся за пределы бюджета, но риск остается на бюджетных финансах. Этот метод сейчас становится неприемлемым в связи с последними изменениями в Бюджетном кодексе, согласно которому все подобные гарантии должны быть включены в бюджет как долг.
2. Выведение риска за пределы бюджета и бюджетной отчетности путем использования некоторых видов структур с привлечением частного капитала.

### **Гарантии**

Органы власти в Российской Федерации часто выдают гарантии небюджетным организациям. Эти гарантии могут быть разделены на три основных типа:

- а. «Доходные» статьи — гарантии на текущие эксплуатационные расходы, где гарантия обеспечивает продолжение снабжения без немедленной (в текущий период) выплаты денежных средств из бюджета. Результатом является отсрочка учета расходов, но при этом все понимают, что с очень высокой долей вероятности бюджет осуществит вы-

плату по своей гарантии в будущий период. Такие гарантии действительно не имеют никакого отношения к инвестициям. В условиях применения «Лучшей практики» эти статьи были бы признаны как расходы в момент получения соответствующего товара или услуг и гарантия считалась бы просто частью механизма оплаты.

- b. Инвестиционные гарантии околобюджетной деятельности включают предоставление гарантий бюджета местным муниципальным службам и другим предприятиям, которые могут контролироваться администрацией, даже если формально они не находятся в ее собственности. Практически, от служб часто требуется предоставление их услуг населению по ценам значительно ниже себестоимости, с покрытием недостающей части за счет субсидий администрации. Администрация не может позволить службам «обанкротиться», потому что предоставляемые ими услуги являются насущными для благосостояния населения (водоснабжение, канализация, отопление, освещение, коммунальное хозяйство и т.д.). По сути, эта деятельность воспринимается как часть обязанностей администрации, лежащая вне формальной бюджетной отчетности. Опять же, если в действительности администрация несет полный экономический и коммерческий риск за эти виды деятельности, то «Лучшая практика» требует признания этой деятельности в качестве входящей в состав бюджета, а не внебюджетной. Бюджет должен включать полный объем обязательств, а не только «условные» обязательства.
- c. Гарантии чисто коммерческим предприятиям, участвующим в создании некоторых активов, считающихся скорее «желательными», чем «необходимыми». При этом предполагается, что администрация не придется платить по этим гарантиям, за исключением некоторых случаев. В таких случаях гарантия действительно является «условным» обязательством — оплата по ней не потребуется до наступления некоторых отдаленных условий.

В соответствии с новым Бюджетным кодексом, все гарантии теперь необходимо учитывать в бюджетной отчетности как долг. С точки зрения «Лучшей практики» и целей управления вышеописанные гарантии типа А и В должны рассматриваться как расходы бюджета в момент возникновения, так как выданная гарантия является по сути кредиторской задолженностью. Гарантии типа С можно считать настоящими «условными» обязательствами, и они должны учитываться соответствующим образом. Эффективное управление требовало бы создания определенного резерва для вероятной потребности оплатить *некоторые* из этих гарантий. Оплата таких гарантий конкурирует с другими бюджетными потребностями — подобные гарантии обычно выдаются с намерениями стимулировать инвестиционную деятельность, и если по ним придется платить, то потребности в денежных средствах будут аналогичны в целом фактическим инвестиционным расходам. Поэтому имеет смысл включать гарантии в инвестиционный бюджет.

Возможно, лучшим методом получения информации в целях управления является следующее.

Сначала все такие гарантии включаются в общий план в качестве утвержденных инвестиций, что позволяет определить общую потребность в финансировании (то есть как предварительная выборка будущей заемной емкости), при этом дисконтированную на коэффициент, соответствующий вероятности фактической оплаты гарантий. Хотя при планировании вряд ли может быть известно, по каким именно гарантиям придется платить, если коэффициент вероятности был выбран правильно, то в целом по дисперсионному портфелю совокупность всех таких оплат должна приблизительно соответствовать действительности.

Если через какое-то время представляется все более и более вероятным, что какие-то гарантии придется погашать, то коэффициент риска должен быть увеличен, чтобы гарантировать учет роста обязательств и резервирование бюджетных

средств на эти цели, а не расходовать средства на новые дополнительные проекты.

Мы уделили так много места вопросам учета и планирования; что же можно сказать относительно преимуществ и целесообразности изначальной выдачи таких гарантий?

Различия между западным образцом и российской действительностью здесь также являются очевидными.

Существует широко распространенное мнение, что большинство инвестиционных гарантий обычно представляют собой асимметричную субсидию бюджета получателю. Если погашать гарантию не придется, то частный инвестор будет иметь возможность получения основной прибыли, в то время как «плата» гаранту будет небольшой относительно прибыли. Если погашать гарантию придется, то стоимость погашения для гаранта будет значительной по сравнению со стоимостью, которая ложится на частного инвестора.

Поэтому такие гарантии часто рассматриваются как создание обстоятельств, в которых деятельность администрации может создавать основную доходность для частного инвестора; или зачастую как создание обстоятельств, когда гарантии становятся «ожидаемыми» и никакой частный инвестор не может получить доступ к финансированию без получения такой гарантии.

Эти обстоятельства расцениваются как чрезвычайно благоприятные для развития коррупции, поскольку часто недостаточно хорошо оплачиваемые должностные лица оказываются в положении, когда они имеют право определять, кто и как будет осуществлять очевидно выгодный инвестиционный проект (с распределением последующих рисков и прибылей в пользу частного инвестора и против государственного гаранта).

Привлекательность этого метода в российской действительности состоит в том, что он обеспечивает единственный доступный механизм претворения в жизнь нужных инвестиционных проектов — бюджет не имеет достаточно ресурсов для непосредственного завершения проекта, в то время как ни

один частный инвестор не рискнет участвовать в проекте без гарантии (и, вероятно, не сможет без нее получить заемное финансирование). Кроме того, гарантия не просто обеспечивает уверенность в наличии фондов для оплаты. Она также создает уверенность в том, что если показатели исполнения инвестиционного проекта сами по себе зависят от решений администрации — контракты на поставки, лицензии на право деятельности и т.д., — то администрация вряд ли будет действовать вопреки собственным интересам. Поэтому возникает ощущение, что проекты, имеющие гарантии администрации, будут иметь преимущества при конкуренции с теми, кто ее не имеет. Опять же государственное участие создает эффект самодостаточности так, что ни один частный поставщик не может с ним конкурировать, — при этом государственное участие может быть представлено как необходимое.

Еще два существенных комментария по поводу данной практики. Во-первых, если силами бюджета не удалось осуществить проект в этом году, то часто нет никаких оснований считать, что это удастся сделать в следующем году. Если же придется погашать гарантии, то проблемы бюджета будут просто отложены на год.

Такой фокус может удаться однажды, но вряд ли сработает во второй раз, и данная практика становится невыгодной, поскольку либо не создает экономии бюджетных средств (то есть бюджету приходится платить по гарантиям столько же, сколько было бы затрачено при непосредственном исполнении проекта), либо бюджет становится настолько ослабленным из-за выплаты гарантий, что их выдача больше не помогает привлечь кредиторов и инвесторов.

Если предоставление государственных гарантий является объектом коррупции или если не существует финансовой дисциплины, помогающей преодолеть эти потенциальные проблемы, то вероятно, что выдача таких гарантий будет рассматриваться инвесторами и электоратом, чьи налоги были потрачены впустую, как неоправданная практика. Даже если

некоторые администрации продолжают практику выдачи государственных гарантий на коммерческие проекты, пытаясь скрыть их стоимость для налогоплательщиков путем непрозрачности информации, вероятно, что в конце концов соотношение между эффективностью служб и величиной налогов в этих областях станет настолько ниже, чем в лучше управляемых областях, что даже не информированный избиратель сможет сделать соответствующие выводы.

### **Внебюджетные внерисковые структуры**

В западных странах был сформирован ряд структур, специально предназначенных для отделения коммерческого компонента проектов от социального или экономического компонентов и дальнейшего использования коммерческих доходов в целях привлечения частного капитала, не полагающегося на бюджетные средства для погашения. В этом случае за счет имеющегося объема бюджетных средств можно осуществить больший объем социальных или экономических инвестиций, так как бюджет при этом будет освобожден от необходимости финансировать коммерческий компонент.

Рамки этого метода можно расширить, если рассматривать бюджет как будущего «покупателя» служб: некоторые виды деятельности, обычно рассматриваемые как социальные, могут быть структурированы таким образом, чтобы они создавались и предоставлялись с использованием частного капитала и частного менеджмента. Однако при этом оплата производится из бюджетных ресурсов в соответствии с контрактом, устанавливающим ясные правила качества обслуживания, которые должны определяться, а выполнение контролироваться государственными органами. Таким образом, финансовый капитал и функциональное управление может обеспечиваться частным сектором; а принятие стандартов, предоставление субсидий (если это необходимо) и обеспечение качества можно отнести на счет государственных органов. В данных рамках могут

быть разработаны и другие комбинации, соответствующие конкретным обстоятельствам.

Некоторые виды такой деятельности (например, частные тюрьмы) вряд ли могут иметь место в Российской Федерации в настоящее время. Другие, например, внутриквартальные системы отопления, сбор отходов и некоторые виды общественного транспорта, могут оказаться вполне приемлемыми, позволяющими экономить средства бюджета как за счет сокращения финансирования, так и за счет внедрения альтернативного опыта управления.

Такие операции могут иметь различные формы с некоторыми общими характеристиками. Общим для всех видов является то, что определенная часть инвестиций или других активов, который иначе должны были бы финансироваться из бюджета, теперь финансируются за счет частного капитала, а бюджет при этом не имеет никаких остаточных обязательств по погашению долга, обеспечивающего данный актив. К числу наиболее характерных примеров относятся следующие:

- *Доходные облигации (США) (Revenue Bonds)*. Капитальный проект, предпринятый самостоятельным юридическим лицом, в достаточном объеме, финансируемом за счет выпуска ценных бумаг, обеспечением которых являются будущие доходы только этого проекта. Никаких бюджетных гарантий по этому долгу не выдается. Обычно, но не всегда, доходные потоки собираются непосредственно с населения оператором проекта, а не выдаются в виде бюджетных субсидий.
- *Концессионное финансирование (Concession Financing)* определенного вида служб или услуг. Часто ограниченная (местная) монополия может быть передана или даже продана частному оператору. Как правило, частный оператор обязан купить существующие или новые основные средства (в этом случае структура концессионного финансирования позволяет высвободить существенные средства инвестиционного бюджета, которые не потребуются

вкладывать в данные активы). Доход может собираться либо в виде платежей населения за предоставление коммерческих услуг, либо в виде субсидий, выделяемых администрацией на основе их использования. (Чтобы быть экономически обоснованной, стоимость субсидии должна быть ниже, чем чистая стоимость предоставления данных услуг непосредственно государственными органами, — то есть должен существовать определенный источник экономии или эффективности.)

- *Государственно-частное партнерство (Public-Private Partnerships, PPP)*. Договорные структуры, в которых несколько партнеров, представляющих собой как администрацию, так и частных инвесторов или операторов, берут на себя различные аспекты проекта со смешанными задачами. Так, например, частный инвестор может построить или купить здание, — которое финансируется за счет долга, не обеспеченного со стороны бюджета, — и затем сдавать это здание в аренду тому государственному предприятию, которое будет там работать. Арендный договор также может включать «неспециализированные» службы, связанные с данным зданием. В качестве примера можно привести больницу, в которой техническое обслуживание здания, поставки и уборка территории обеспечивается частной компанией, владеющей зданием, в то время как медицинское обслуживание в больнице осуществляется государственным органом (предприятием).
- *Секьюритизация (Securitisation)*. При этом конкретные активы (часто — финансовая дебиторская задолженность в том или ином виде) продаются частному инвестору, опять же без бюджетного обеспечения. В качестве примеров можно привести ипотечные кредиты, созданные в ходе продажи государственного жилья населению; непогашенную задолженность, например, за газ или электричество; или (был один крайний вариант) право собирать задержанные налоговые платежи (в одном округе США, где сочли,

что частный покупатель будет более заинтересован и менее политически зависим в преследовании налоговых неплательщиков).

Основные трудности, которые до настоящего времени препятствовали внедрению таких форм финансирования инвестиций в коммунальное хозяйство и инфраструктуру в Российской Федерации, следующие:

- недостаток понимания концепции и во многих случаях — подозрительное отношение к частным инвесторам;
- недостаток частных инвесторов, желающих идти на риск;
- отсутствие юридической структуры, обеспечивающей предсказуемость и надежную юридическую защиту инвестора от изменения намерений администрации;
- некоторые специфические характеристики юридической среды в Российской Федерации, которые в настоящее время осложняют внедрение таких структур, по сравнению с другими странами — например, требование проведения тендера на все государственные продажи активов затрудняет предварительное определение высоких юридических издержек по таким операциям, когда доступность актива еще не гарантирована, или, наоборот, затрудняет возможность покупки активов до того, как будет изучена структура.

Эти вопросы в настоящее время рассматриваются в ходе осуществления проектов в Санкт-Петербурге, Москве, Екатеринбурге и в других регионах, и если они будут решены, то удастся создать основные предпосылки для роста инвестиций без увеличения бюджетного финансирования.

Основные характеристики всех таких трансакций следующие:

- Наличие реально предсказуемых денежных потоков, возникающих в ходе реализации и доступных частному инвестору.
- Если существуют риски (то есть неопределенность относительно отдельных компонентов денежных потоков), обычно необходимо наличие достаточного числа отдельных компонентов риска, которые можно обоснованно рассчитывать на весь портфель, и наличие уверенности в том, что

риск «наихудшего варианта» может быть рассчитан с достаточной степенью вероятности.

- Если существует неопределенность, она обычно отражается на динамике прибыли транзакции — если частный инвестор принимает такой риск, ему нужно за это заплатить (и наоборот — поскольку риски выводятся из бюджета, то это имеет реальную ценность для бюджета, что оправдывает такие платежи).
- Инвестор зачастую должен иметь возможность сформировать собственное мнение и принять объективное взвешенное решение относительно рисков, связанных с предоставлением услуг по проекту, тарифами, транспортными потоками и так далее — в зависимости от типа проекта.
- Инвестор, как правило, менее всего способен принять «юридические» риски, затрагивающие его право на владение денежными потоками, на которые он рассчитывает для обслуживания долга. Если в этом случае существует неопределенность, она обычно затрагивает *все* денежные потоки, а не только какую-то их часть, так что процентно-портфельный подход становится неприменимым.

## ПЛАН ПО ДОЛГУ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЛАН

### ПОЯСНЕНИЯ К ЭЛЕКТРОННОЙ ТАБЛИЦЕ

#### Сводные таблицы

1. На первой странице приводятся данные о заемной и инвестиционной деятельности за три последних года, текущий год — бюджет и прогноз, и план на следующие пять лет.
2. Как и в Модели А финансового плана, показана взаимосвязь текущих потоков, долга и инвестиций.
3. Отдельно выделяется совокупный объем обслуживания долга (погашение) параллельно текущим денежным потокам.
4. Показан совокупный объем инвестиционных расходов «утвержденных» и «потенциально возможных». С учетом нестабильности российского рынка капитала упор делается на условный потенциальный характер этих расходов.
5. По утвержденным проектам объем обслуживания долга и все доходы и расходы по проектам должны быть включены в текущий бюджет; по потенциальным проектам должны быть показаны отдельно, с тем чтобы их можно было легко изъять из плана, если будут отсутствовать условия для осуществления проектов.
6. Все данные по доходам, расходам, долгу и инвестициям должны строиться на едином наборе допущений, который может изменяться в целях анализа чувствительности заемной и инвестиционной емкости к различным сценариям допущений (как в Модели А).
7. Задача данной модели — представить параллельно данные в российском формате бюджетной отчетности (которые могут быть использованы для составления нормативной документации) и в западных форматах экономического со-ответствия и учета начислений. Такие форматы могут быть

различными в зависимости от конкретных потребностей и специфики российских субфедеральных органов власти.

### **План по долгу**

- a) По каждому инструменту — анализ долга, показывающий баланс, стоимость, чувствительность к изменениям курсов валют или процентных ставок, в кассовом формате и в формате экономического соответствия; с показом возможностей обслуживания долга за счет текущих доходов.
- b) Если обслуживание долга не может быть покрыто из текущих доходов или если инвестиционные проекты были утверждены к исполнению без определения источников финансирования, предполагаемые варианты заимствований или рефинансирования (с соответствующими данными об обслуживании) должны быть включены в план как часть «утвержденных» обязательств. Такое принудительное заимствование или рефинансирование следует выделить, так как оно несет риск дефолта. Планировать его следует на основании консервативного сценария допущений о стоимости и сроках погашения. Обслуживание долга по таким инструментам следует включать в основные текущие расходы бюджета.
- c) Анализ «планируемых и потенциальных» заимствований по отдельным инструментам с указанием объемов, стоимости, сроков погашения и потребностей в обслуживании. Эти обязательства являются условными, поэтому их следует учитывать отдельно, так чтобы их можно было легко исключить, если условий для привлечения этих заимствований не будет.
- d) Хотя типы «b» и «с» похожи в том плане, что оба являются «потенциальными», их тем не менее следует различать, так как «b» является принудительным, а «с» — добровольным. По типу «b» необходимо предусмотреть обслуживание любым образом во избежание банкротства, даже при неблагоприятной ситуации на рынке; по типу «с» в случае неблаго-

приятной ситуации на рынке достаточно просто отложить инвестиционные расходы на будущее и не заимствовать.

- e) Иерархическая совокупность этих двух типов долга — обязательного утвержденного и планируемого потенциально — позволяет создать «профиль» существующего и планируемого долга. Эти данные включаются в сводную таблицу по бюджету в целом.

### **Инвестиционный компонент**

- i) Потенциальные проекты идентифицируются, оцениваются и ранжируются в соответствии с приоритетами согласно правилам инвестиционного процесса.
- ii) Характеристики каждого проекта — объемы и сроки расходов, объемы и сроки будущих доходов и т.д.
- iii) Проекты классифицируются на «утвержденные» и «планируемые и потенциальные» в соответствии со своим статусом. В общем нельзя начинать расходовать средства на осуществление проекта, если он не прошел весь процесс утверждения, и наоборот — проект не следует утверждать, пока не решен вопрос с источниками финансирования. Это особенно важно в России, где ограниченность бюджетных средств, нестабильность и частая смена приоритетов нередко приводили к тому, что проекты оставались незавершенными, а это является недопустимым разбазариванием ресурсов.
- iv) Затем готовится итоговая сводка утвержденных и потенциальных инвестиционных проектов с соответствующим долговым компонентом, что позволяет построить полный «профиль» долга и инвестиций. Данные по этим компонентам включаются в сводную таблицу.

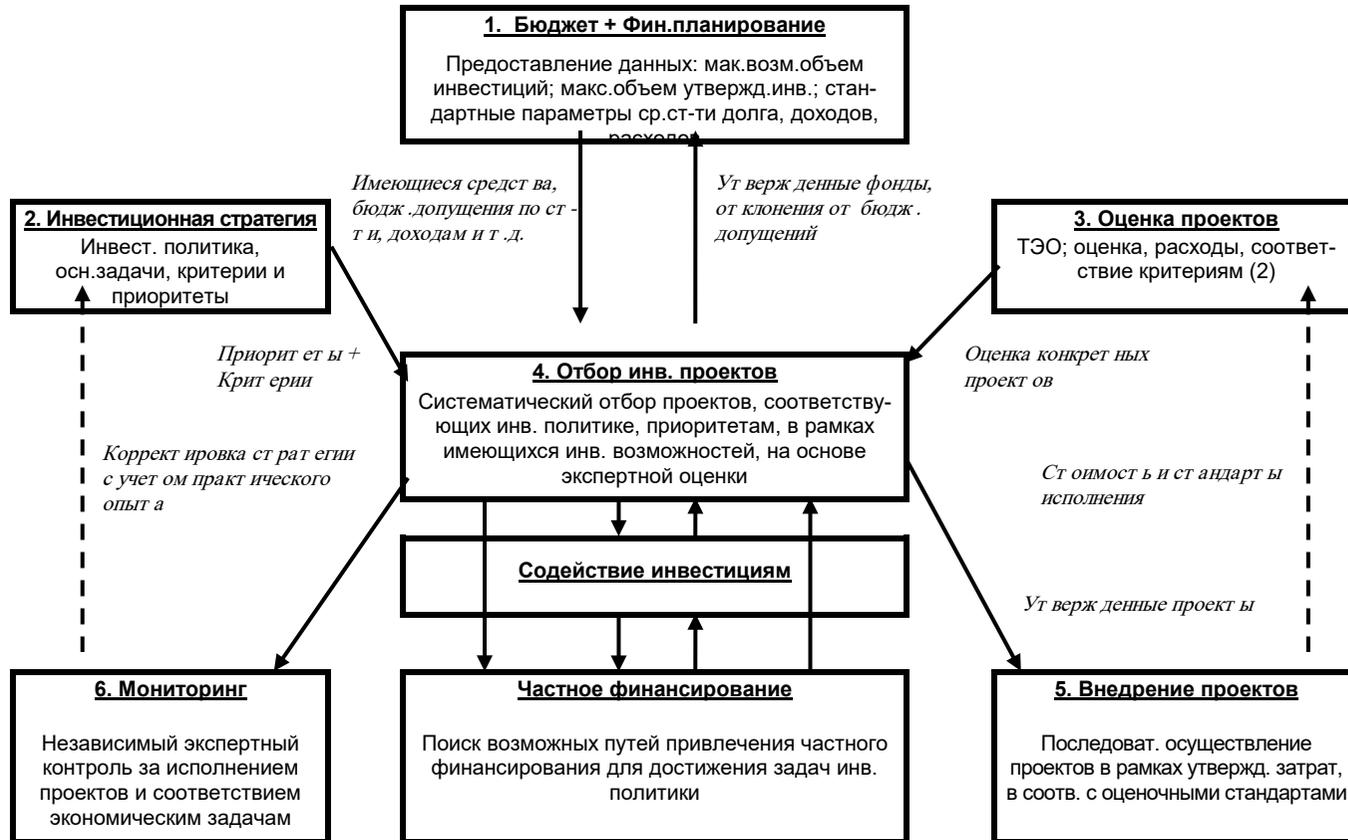
### **Основные задачи модели**

1. Высветить основные проблемы: выход долга за пределы возможностей обслуживания бюджета, выход инвестиционных ожиданий за пределы заемной емкости и т.д.

2. Определить возможности обслуживания долга, будущую заемную емкость и, следовательно, будущую инвестиционную емкость. Это позволяет реально оценить возможности бюджета и принимать более обоснованные инвестиционные решения.
3. Обеспечить рациональное планирование будущего заимствования, диверсификацию сроков погашения и рисков, определить потребности в рефинансировании и возможности будущих инвестиций.
4. Обеспечить использование единого набора допущений для всех заемных и инвестиционных решений.
5. Обеспечить понимание взаимосвязи долга и инвестиций.
6. Обеспечить создание возможностей для завершения инвестиционных проектов, принятых к исполнению.
7. Как в Модели А финансового плана, способствовать пониманию взаимосвязи бюджетных компонентов и ограничений, возникающих в каждой сфере бюджетной деятельности за счет положения в других сферах, то есть заемная емкость зависит от текущих потоков, инвестиционная деятельность зависит от заемной емкости, расходы и доходы, возникающие в результате заимствований и инвестиций, влияют на текущие потоки будущих лет.



# ПРИЛОЖЕНИЕ



| СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ДОЛГОВОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
|--|------------------|-------------|---------|---------|--------|---------|----------|----------|----------|----------|
|  | Данные по годам: | Текущий год |         |         |        |         |          |          |          |          |
|  |                  | Год(-3)     | Год(-2) | Год(-1) | Бюджет | Прогноз | Год (+1) | Год (+2) | Год (+3) | Год (+4) |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА</b>   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Чистый баланс текущего Бюджета   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| (с учетом процентов и др. расходов по существу долгу, рефинансировании заемных средств на инвестиции; с учетом доходов и расходов по утвержденным инвестиционным проектам) |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Данные по инвестициям  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Утвержденные инвестиции  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Планируемые инвестиции   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Итого инвестиций   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Доходы(расходы) по планируемым инвестициям   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Погашение долга  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Долг к обязательному погашению   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Добровольное предварительное погашение   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Итого погашений  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Новые заимствования  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Необходимое рефинансирование   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Новые заимствования на:  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| - утвержденные инвестиции  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| - планируемые инвестиции   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Итого новых заимствований  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Долг на начало периода   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Долг на конец периода  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Экономия за счет предварительного погашения  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Стоимость долга для планируемых инвестиций   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Чистое влияние на будущий текущий бюджет   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ДОЛГОВОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА</b>   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
|  | Данные по годам: | Текущий год |         |         |        |         |          |          |          |          |
|  |                  | Год(-3)     | Год(-2) | Год(-1) | Бюджет | Прогноз | Год (+1) | Год (+2) | Год (+3) | Год (+4) |
| <b>СВОДНЫЙ ПЛАН ПО ДОЛГУ</b>   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Долг на начало периода   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Обязательное погашение   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Планируемое погашение  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Необходимое рефинансирование   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Заимствования для утвержденных инвест. проектов  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Заимствования для планируемых инвест. проектов   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Долг на конец периода  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Стоимость долга  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Комиссионные и расходы   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Проценты и амортизация (по российским форматам)  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Дополнительная амортизация (чистая)  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Реализованная прибыль/убыток от изменения курса валют  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Нереализованная прибыль/убыток от изменения курса валют  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Итого стоимость долга (в российском формате)   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Итого стоимость долга (в формате начислений)   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Состав долговых обязательств по валютам:   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| рублевые   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| долларовые   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| в других валютах   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Состав долговых обязательств по срокам погашения:  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| менее 1 года   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| 1-5 лет  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| более 5 лет  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ДОЛГОВОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА</b>   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
|  | Данные по годам: | Текущий год |         |         |        |         |          |          |          |          |
|  |                  | Год(-3)     | Год(-2) | Год(-1) | Бюджет | Прогноз | Год (+1) | Год (+2) | Год (+3) | Год (+4) |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА: СУЩЕСТВ. ДОЛГ, НЕОБХ. РЕФИНАНСИРОВАНИЕ И ЗАЕМНЫЕ СРЕДСТВА ДЛЯ УТВЕРЖД. ИНВЕСТИЦИЙ</b>  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Долг на начало периода   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Обязательное погашение   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Планируемое погашение  |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |
| Необходимое рефинансирование   |                  |             |         |         |        |         |          |          |          |          |



|   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
|---|------------------|---------|---------|---------|--------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Состав долговых обязательств по фиксированным процентным ставкам: |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Фиксированы на срок менее 1 года                                  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| 1-5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| более 5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ДОЛГОВОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА</b>          |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
|   |                  |         |         |         |        | Текущий год |          |          |          |          |          |
|   | Данные по годам: | Год(-3) | Год(-2) | Год(-1) | Бюджет | Прогноз     | Год (+1) | Год (+2) | Год (+3) | Год (+4) | Год (+5) |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА: ДОЛЛАРОВЫЙ ДОЛГ</b>                           |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Долг на начало периода  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Обязательное погашение  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Планируемое погашение   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Необходимое рефинансирование                                      |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Замышления для утвержденных инв.проектов                          |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Замышления для планируемых инв.проектов                           |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Долг на конец периода   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Стоимость долга   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Комиссионные и расходы  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Проценты и амортизация (по российским форматам)                   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Дополнительная амортизация (чистая)                               |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Реализованная прибыль/убыток от изменения курса валют             |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Нереализованная прибыль/убыток от изменения курса валют           |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Состав долговых обязательств по срокам погашения:                 |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| менее 1 года  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| 1-5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| более 5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Состав долговых обязательств по фиксированным процентным ставкам: |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Фиксированы на срок менее 1 года                                  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| 1-5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| более 5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ДОЛГОВОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА</b>          |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
|   |                  |         |         |         |        | Текущий год |          |          |          |          |          |
|   | Данные по годам: | Год(-3) | Год(-2) | Год(-1) | Бюджет | Прогноз     | Год (+1) | Год (+2) | Год (+3) | Год (+4) | Год (+5) |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА: ДОЛГ В ДРУГОЙ ВАЛЮТЕ</b>                      |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Долг на начало периода  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Обязательное погашение  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Планируемое погашение   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Необходимое рефинансирование                                      |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Замышления для утвержденных инв.проектов                          |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Замышления для планируемых инв.проектов                           |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Долг на конец периода   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Стоимость долга   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Комиссионные и расходы  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Проценты и амортизация (по российским форматам)                   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Дополнительная амортизация (чистая)                               |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Реализованная прибыль/убыток от изменения курса валют             |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Нереализованная прибыль/убыток от изменения курса валют           |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Состав долговых обязательств по срокам погашения:                 |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| менее 1 года  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| 1-5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| более 5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Состав долговых обязательств по фиксированным процентным ставкам: |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Фиксированы на срок менее 1 года                                  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| 1-5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| более 5 лет   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ДОЛГОВОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА</b>          |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
|   |                  |         |         |         |        | Текущий год |          |          |          |          |          |
|   | Данные по годам: | Год(-3) | Год(-2) | Год(-1) | Бюджет | Прогноз     | Год (+1) | Год (+2) | Год (+3) | Год (+4) | Год (+5) |
| <b>СУЩЕСТВУЮЩИЙ РУБЛЕВЫЙ ДОЛГ: ПО ИНСТРУМЕНТАМ</b>                |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| <b>И В СОВОКУПНОСТИ</b>   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Баланс на начало периода  |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Объем привлечений (выборки)                                       |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |
| Объем к погашению   |                  |         |         |         |        |             |          |          |          |          |          |





|   |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
|---|---|------------|------|------|------|------|-----------|---------------------|----------------------|--|--|
| Of which authorised / approved  | из которых утверждено / согласовано               |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Of which already spent  | из которых уже израсходовано                      |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Summary - Total of all Approved Investments (simple sum of individual projects)</b>                                      |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА - ИТОГО УТВЕРЖДЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ (сумма данных по отдельным проектам)</b>                                 |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| SP8: InvPlan  |   | Year - Год |      |      |      |      |           | Total spent to date | Total auth/ approved |  |  |
|   |   | 1998       | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | ...etc... | Итого израсходовано | Итого утв. расход.   |  |  |
| <i>Min Roubles - млн.руб.</i>   |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Current Revenue Impact:</b>  | <b>Влияние на текущие доходы</b>                  |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Direct Revenues from project  | Прямые поступления от проекта                     |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Indirect Revenues (eg tax from extra GRP)   | Косвенные доходы (напр. рост налоговой базы)      |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Other   | Другие  |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Total current revenue Impact  | Итого прирост доходов                             |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Current Expense Impact</b>   | <b>Влияние на будущие расходы</b>                 |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Direct Expenses   | Прямые расходы                                    |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Indirect Expenses   | Косвенные расходы                                 |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Debt cost   | Стоимость долга                                   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Other   | Другие расходы                                    |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Total Current Expense Impact  | Итого изменение расходов                          |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Net Current Impact  | Чистое изменение текущего баланса                 |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Asset Disposal proceeds</b>  | <b>Поступления от продажи активов</b>             |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Net Impact before debt repayment  | Влияние без учета погашения долга                 |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Cumulative before debt repayment  | Влияние без учета погашения, нараст итогом        |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Debt principal repayment  | Погашение основной суммы долга                    |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Cumulative after debt repayment   | Влияние с учетом погашения, нараст итогом         |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Summary - Investments meeting criteria, not yet approved (simple sum of individual projects)</b>                         |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА - ИНВЕСТ.ПРОЕКТЫ, СООТВЕТСТВ. КРИТЕРИЯМ, НО ЕЩЕ НЕ УТВЕРЖДЕННЫЕ (сумма данных по отдельным проектам)</b> |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| SP8: InvPlan  |   | Year - Год |      |      |      |      |           | Total spent to date | Total auth/ approved |  |  |
|   |   | 1998       | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | ...etc... | Итого израсходовано | Итого утв. расход.   |  |  |
| <i>Min Roubles - млн.руб.</i>   |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Investment outlays:</b>  | <b>Инвестиционные расходы:</b>                    |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Purchase of physical resource (site etc)  | Приобретение основных средств (зем.участка и пр.) |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Research, Feasibility, Design   | ТЭО, разработка, дизайн                           |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Pre-inception personnel & Training  | Обучение персонала                                |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Third party project work  | Проектные работы третьих сторон                   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| own-labour project work   | Собственные проектные работы                      |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Vehicles and equipment  | Машины и оборудование                             |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Materials etc   | Материалы и др. расходные                         |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Capitalised intangibles   | Капитализированные нематериальные активы          |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Other   | Другие  |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Total potential (unapproved) Investment   | Итого потенциальных (не утвержд.) проектов        |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Summary - Investments meeting criteria, not yet approved (simple sum of individual projects)</b>                         |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>СВОДНАЯ ТАБЛИЦА - ИНВЕСТ.ПРОЕКТЫ, СООТВЕТСТВ. КРИТЕРИЯМ, НО ЕЩЕ НЕ УТВЕРЖДЕННЫЕ (сумма данных по отдельным проектам)</b> |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| SP8: InvPlan  |   | Year - Год |      |      |      |      |           | Total spent to date | Total auth/ approved |  |  |
|   |   | 1998       | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | ...etc... | Итого израсходовано | Итого утв. расход.   |  |  |
| <i>Min Roubles - млн.руб.</i>   |   |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Current Revenue Impact:</b>  | <b>Влияние на текущие доходы</b>                  |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Direct Revenues from project  | Прямые поступления от проекта                     |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Indirect Revenues (eg tax from extra GRP)   | Косвенные доходы (напр. рост налоговой базы)      |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Other   | Другие  |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Total current revenue Impact  | Итого прирост доходов                             |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| <b>Current Expense Impact</b>   | <b>Влияние на будущие расходы</b>                 |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |
| Direct Expenses   | Прямые расходы                                    |            |      |      |      |      |           |                     |                      |  |  |

